

UNIVERSIDADE DE SANTIAGO DE COMPOSTELA
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS E EMPRESARIAIS



**A CRISE GLOBAL E O IMPACTO SOBRE A ECONOMIA
REAL EUROPEIA: ANÁLISE DO EFEITO RIQUEZA E O PAPEL
DO BANCO CENTRAL EUROPEU**

AUTOR

VICENTE MENEZES FERREIRA JUNIOR

DIRETOR

PROF. DR. ÓSCAR RODIL MARZÁBAL

Santiago de Compostela, 2012

UNIVERSIDADE DE SANTIAGO DE COMPOSTELA
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS E EMPRESARIAIS



A CRISE GLOBAL E O IMPACTO SOBRE A ECONOMIA REAL EUROPEIA: ANÁLISE DO EFEITO RIQUEZA E O PAPEL DO BANCO CENTRAL EUROPEU

AUTOR

VICENTE MENEZES FERREIRA JUNIOR

Tese realizada no Departamento de Economia Aplicada da Universidade de Santiago de Compostela, sobre a direção do Prof. Dr. ÓSCAR RODIL MARZÁBAL, e entregue como parte dos requerimentos para a obtenção do título de DOUTOR EM ECONOMIA.

Santiago de Compostela, 2012

A todos que me apoiaram nesta importante jornada.

AGRADECIMENTOS

A elaboração de uma tese de Doutorado consiste em uma extensa jornada, repleta de percalços pelo caminho, demandando uma dedicação constante e, acima de tudo, uma enorme perseverança. Por este motivo, a realização deste trabalho não teria sido possível sem a ajuda de muitas pessoas e instituições aos quais eu dedico os meus sinceros e profundos agradecimentos. Agradeço inicialmente ao Banco Central do Brasil pelo afastamento concedido para a realização deste curso, sem o qual este trabalho não poderia ter sido concluído. Quero expressar meu agradecimento especial ao Professor Óscar Rodil Marzábal (USC) por seu interesse, dedicação permanente e, sobretudo pela sua competente orientação acadêmica, indispensável ao desenvolvimento deste trabalho. Agradeço também ao Professor Xavier Vence Deza (USC) coordenador do grupo de pesquisa ICDE (*Innovación, Cambio Estructural e Desenvolvimento*) por sua ajuda, ideias e contribuições valiosas. Muito obrigado a Professora Carmela Sánchez Carreira (USC) pelos os seus conselhos e apoio prestado durante todo este trabalho. Agradeço ao colega e professor Antônio Carlos Magalhães da Silva, meu orientador técnico no BACEN, que esteve à disposição para me ajudar e orientar. Obrigado também ao colega Alexandre Trigo de Campos pelos conselhos importantes dados no início do meu trabalho. Obrigado também a todos os colegas do grupo ICDE, em especial, Daniel Rodríguez González, Jorge Fernández Montoto, Brais Yañes Chamosa, Ana Guerra Fidalgo por todo apoio e ajuda prestado. Agradeço igualmente aos demais membros do Departamento de Economia Aplicada da USC por colocar-me à disposição os meios necessários para realizar esta pesquisa. No âmbito pessoal, quero igualmente expressar meus profundos agradecimentos a minha família que sempre me apoiou e, sobretudo me incentivou neste importante projeto, mesmo convivendo sem minha ausência por longos períodos fora do Brasil. Agradeço em especial aos meus pais Maria de Nazaré e Vicente Ferreira, aos meus irmãos André Ferreira, Mariana Soares, Carlos Augusto pelo incentivo, compreensão e por compartilhar momentos felizes e ocasiões mais difíceis nos últimos anos.

Quero expressar meus profundos agradecimentos a Claudia Giesel por todo o seu carinho, dedicação e apoio irrestrito, compartilhando comigo cada resultado alcançado. Obrigado também aos meus amigos que de forma direta ou indireta sempre me apoiaram durante minha jornada profissional. Por último, agradeço a Deus que sempre me deu a luz necessária para que eu pudesse ser guiado satisfatoriamente, chegando até aqui.

ÍNDICE GERAL

INTRODUÇÃO GERAL

Apresentação, objetivos, metodologia e estrutura do trabalho	1
APRESENTAÇÃO E OBJETIVOS	3
METODOLOGIA	6
ESTRUTURA DO TRABALHO	6

PARTE I

Gênese e fatores determinantes da crise financeira global	11
INTRODUÇÃO À PRIMEIRA PARTE	13

CAPÍTULO 1

A evolução do sistema monetário e financeiro internacional	15
1.1. INTRODUÇÃO.....	17
1.2. O PRIMEIRO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL: O PADRÃO OURO CLÁSSICO.....	19
1.3. O SEGUNDO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL, 1945-1971.....	23
1.4. DO COLAPSO DE BRETTON WOODS À GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA	31
1.5. CARACTERÍSTICAS DO NOVO CONTEXTO FINANCEIRO GLOBAL.....	41

CAPÍTULO 2

Gênese e evolução da crise financeira global.....	55
2.1. INTRODUÇÃO.....	57
2.2. A CRISE IMOBILIÁRIA ESTADUNIDENSE E SUA EXTENSÃO À CRISE GLOBAL	57
2.3. AS RESPOSTAS POR PARTE DOS GOVERNOS E SUA PROPAGAÇÃO A CRISE GLOBAL.....	71

CAPÍTULO 3

Fatores determinantes da crise financeira global.....	77
3.1. INTRODUÇÃO.....	79
3.2. ANÁLISE DAS CAUSAS IMEDIATAS DA CRISE FINANCEIRA	80
3.3. ANÁLISE DAS CAUSAS ESTRUTURAIS DA CRISE FINANCEIRA	96
3.4. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	109

PRINCIPAIS CONCLUSÕES DA PRIMEIRA PARTE.....	117
---	------------

PARTE II

O impacto da crise global sobre a economia real	123
INTRODUÇÃO À SEGUNDA PARTE	125

CAPÍTULO 4	
Canais de transmissão da crise sobre a economia real: aspectos teóricos e evidências empíricas	127
4.1. INTRODUÇÃO	129
4.2. EFEITO RIQUEZA	131
4.2.1. As raízes do efeito riqueza.....	131
4.2.2. Riqueza financeira versus imobiliária	133
4.2.3. Evidências empíricas.....	135
4.3. ACELERADOR FINANCEIRO	144
4.4. DESALAVANCAGEM	147
CAPÍTULO 5	
Evidências dos efeitos da crise sobre a economia real	151
5.1. INTRODUÇÃO	153
5.2. ANÁLISE GLOBAL: O CASO DOS EUA, JAPÃO E ÁREA DO EURO	153
5.2.1. Evolução comparada do PIB e do desemprego	153
5.2.2. Evolução comparada dos principais componentes do PIB.....	157
5.3. ANÁLISE DO CASO EUROPEU: UM ESTUDO DE DEZ PAÍSES SELECIONADOS	164
5.3.1. Evolução comparada do PIB e do desemprego	164
5.3.2. Evolução comparada dos principais componentes do PIB.....	167
CAPÍTULO 6	
O crédito às famílias e sua evolução nos países da Eurozona	175
6.1. INTRODUÇÃO	177
6.2. CONCEITO E TIPOS DE CRÉDITOS	178
6.3. A IMPORTÂNCIA E A EVOLUÇÃO DO CRÉDITO NA EUROZONA	179
6.4. PANORAMA SOBRE A EVOLUÇÃO DO CRÉDITO NOS PAÍSES DA EUROZONA	185
6.5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	190
CAPÍTULO 7	
O impacto do efeito riqueza baseado nos índices de preços	193
7.1. INTRODUÇÃO	195
7.2. EVOLUÇÃO DOS ÍNDICES DE PREÇOS DOS ATIVOS	195
7.2.1. Índice de preços das vivendas (IRV)	196
7.2.2. Índice de preços dos ativos financeiros (IRF)	199
7.3. ANÁLISE COMPARADA DE INDICADORES	201
7.4. UMA PRIMEIRA APROXIMAÇÃO AO IMPACTO DO EFEITO RIQUEZA: ANÁLISE DE CORRELAÇÕES	207
7.4.1. Efeito Riqueza Financeira versus Riqueza Imobiliária	207
7.4.2. O fator desemprego como causa e efeito da caída do consumo.....	214

CAPÍTULO 8	
O impacto do efeito riqueza baseado nos níveis de riqueza	221
8.1. INTRODUÇÃO.....	223
8.2. CONSIDERAÇÕES METODOLÓGICAS PARA A ESTIMAÇÃO DOS NÍVEIS DE RIQUEZA	224
8.3. EVOLUÇÃO COMPARADA DOS NÍVEIS DE RIQUEZA	228
8.4. UMA APROXIMAÇÃO AO IMPACTO DO EFEITO RIQUEZA: ANÁLISE DE CORRELAÇÕES ...	231
CAPÍTULO 9	
Aproximação quantitativa sobre o efeito riqueza	237
9.1. INTRODUÇÃO.....	239
9.2. APROXIMAÇÃO QUANTITATIVA: RESULTADOS DA MODELIZAÇÃO ECONOMETRICA	239
PRINCIPAIS CONCLUSÕES DA SEGUNDA PARTE.....	249
PARTE III	
O Banco Central Europeu e seu papel na gestão da crise global	257
INTRODUÇÃO À TERCEIRA PARTE.....	259
CAPÍTULO 10	
Gênese, estrutura e política monetária do Banco Central Europeu	261
10.1. INTRODUÇÃO.....	263
10.2. GÊNESE DO BANCO CENTRAL EUROPEU	264
10.3. ESTRUTURA DO BANCO CENTRAL EUROPEU	266
10.4. POLÍTICA MONETÁRIA DO BANCO CENTRAL EUROPEU.....	270
10.4.1. Objetivos fundamentais.....	270
10.4.2. Estratégia de decisão	273
10.4.3. Transparência, comunicação e credibilidade	276
10.5. A EXECUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE	279
CAPÍTULO 11	
O papel do Banco Central Europeu antes e durante a crise global	287
11.1. INTRODUÇÃO.....	289
11.2. A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA DURANTE 1999-2007	290
11.2.1. Primeira fase - janeiro a abril de 1999.....	293
11.2.2. Segunda fase - abril de 1999 a outubro de 2000.....	294
11.2.3. Terceira fase - outubro de 2000 a junho de 2003	296
11.2.4. Quarta fase - junho de 2003 a dezembro de 2005	297
11.2.5. Quinta fase - dezembro de 2005 a julho de 2008	298
11.3. RESPOSTAS DE POLÍTICA MONETÁRIA DURANTE A CRISE GLOBAL	300
11.4. POLÍTICA MONETÁRIA, PREÇOS DOS ATIVOS E ESTABILIDADE FINANCEIRA	307

11.4.1. Política monetária e preços dos ativos	308
11.4.2. Estabilidade monetária e estabilidade financeira.....	314
11.5. BASILÉIA III E O NOVO MARCO MACROPUDENCIAL	319
11.5.1. As reformas de Basiléia III	319
11.5.2. O novo marco macroprudencial.....	323
11.6. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	326
PRINCIPAIS CONCLUSÕES DA TERCEIRA PARTE	331
CONCLUSÕES GERAIS.....	339
Referências bibliográficas	355
ANEXO I	
Características das economias dos dez países da Eurozona.....	381
ANEXO II	
Tabelas estatísticas.....	401
ANEXO III	
Apontamentos metodológicos estatísticos.....	413
III.1. CÁLCULO DOS VALORES TRIMESTRAIS PER CAPITA	415
III.2. CÁLCULO DOS VALORES DA RIQUEZA DESAGREGADA.....	426
ANEXO IV	
Resultados da modelização econométrica.....	433
IV.1. RESULTADOS DA MODELIZAÇÃO ECONOMÉTRICA	435

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1. Ativos financeiros dos investidores institucionais	45
Tabela 2. Investidores institucionais, 2004.....	45
Tabela 3. Ativos financeiros dos investidores institucionais (% do PIB)	45
Tabela 4. Resultados dos débitos do mercado de crédito dos EUA	48
Tabela 5. Resultados dos setores financeiros x não financeiro dos EUA.....	49
Tabela 6. Taxa de Crescimento Anual Per Capita, 1960-2004	50
Tabela 7. Evolução da média do nível de endividamento das famílias	65
Tabela 8. Composição da maturidade do crédito ao consumo	183
Tabela 9. Crescimento anual do crédito ao consumo (%)	187
Tabela 10. Taxa acumulada de crescimento do IRV nominal	197
Tabela 11. Taxa acumulada de crescimento do IRV real	199
Tabela 12. Taxa acumulada de crescimento do índice IRF	201
Tabela 13. Correlações da variação do consumo per capita nas fases do ciclo econômico (2000-2007; 2008-2010).....	218
Tabela 14. Correlações da variação do consumo per capita com índices de riqueza e paro	220
Tabela 15. Taxa acumulada do crescimento da riqueza financeira per capita.....	229
Tabela 16. Taxa acumulada do crescimento da riqueza imobiliária real per capita.....	230
Tabela 17. Correlações entre a variação do consumo per capita e a variação do nível de riqueza e paro.....	235
Tabela 18. Resultados da estimação por efeitos fixos. Variáveis em níveis	245
Tabela 19. Resultados da estimação por efeitos fixos. Variáveis em variações	247
Tabela 20. Taxa anual de inflação na Eurozona	291
Tabela 21. Evolução das finanças públicas, 2000-2010	392
Tabela 22. Evolução trimestral do PIB (%), 2000-2010	403
Tabela 23. Evolução trimestral do paro (%), 2000-2010.....	404
Tabela 24. Evolução trimestral do consumo privado (%), 2000-2010	405
Tabela 25. Evolução trimestral do consumo do governo (%), 2000-2010	406
Tabela 26. Evolução trimestral dos investimentos (FBCF) (%), 2000-2010	407
Tabela 27. Evolução trimestral do consumo privado (% PIB), 2000-2010	408
Tabela 28. Evolução trimestral do consumo do governo (% PIB), 2000-2010.....	409
Tabela 29. Evolução trimestral dos investimentos (FBCF) (% PIB), 2000-2010	410
Tabela 30. Evolução trimestral do comércio exterior (% PIB), 2000-2010	411
Tabela 31. Evolução trimestral do PIB per capita, 2000-2010.....	417
Tabela 32. Evolução trimestral do PIB per capita (%), 2000-2010.....	418
Tabela 33. Evolução trimestral do consumo privado per capita, 2000-2010	419
Tabela 34. Evolução trimestral do consumo privado per capita (%), 2000-2010	420
Tabela 35. Evolução trimestral dos investimentos (FBCF) per capita, 2000-2010	421
Tabela 36. Evolução trimestral dos investimentos (FBCF) per capita (%), 2000-2010 ...	422
Tabela 37. Evolução trimestral do índice IRV nominal (%), 2000-2010	423
Tabela 38. Evolução trimestral do índice IRV real (%), 2000-2010	424
Tabela 39. Evolução trimestral do índice IRF (%), 2000-2010	425
Tabela 40. Características das vivendas por países	428
Tabela 41. Evolução trimestral do valor da riqueza financeira (RFpc), 2000-2010	429
Tabela 42. Evolução trimestral do valor da riqueza imobiliária (RVpc), 2000-2010.....	430
Tabela 43. Evolução trimestral do valor da RFpc (%), 2000-2010	431
Tabela 44. Evolução trimestral do valor da RVpc (%), 2000-2010.....	432

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Volume de transações nos mercados internacionais, 1990-2005	43
Gráfico 2. Evolução do PIB x mercado de crédito dos EUA	49
Gráfico 3. Evolução da taxa de juros nos EUA (1990-2010).....	58
Gráfico 4. Evolução dos preços das casas nos EUA, 1975-2009	60
Gráfico 5. Dívidas das famílias sobre renda disponível, 1966-2007	64
Gráfico 6. Evolução das dívidas das famílias dos EUA, 1966-2007	65
Gráfico 7. Evolução das taxas básicas de juro nas principais economias	72
Gráfico 8. Evolução da taxa básica de juros da Reserva Federal dos EUA.....	94
Gráfico 9. Comparativo entre cenários de taxas de juros da Reserva Federal.....	95
Gráfico 10. Crescimento da renda média familiar, EUA (1979-2006).....	101
Gráfico 11. Evolução do PIB (%), 1990-2010.....	154
Gráfico 12. Evolução da taxa de paro (%), 1990-2010.....	155
Gráfico 13. Evolução trimestral do PIB (%), 2000-2010.....	156
Gráfico 14. Evolução trimestral da taxa de paro (%), 2000-2010.....	156
Gráfico 15. Principais componentes do PIB, 2000-2010.....	158
Gráfico 16. Evolução dos componentes do PIB (Eurozona).....	159
Gráfico 17. Evolução dos componentes do PIB (%) (Eurozona).....	159
Gráfico 18. Evolução dos componentes do PIB (EUA)	160
Gráfico 19. Evolução dos componentes do PIB (%) (EUA)	161
Gráfico 20. Evolução dos componentes do PIB (Japão).....	162
Gráfico 21. Evolução dos componentes do PIB (%) (Japão).....	162
Gráfico 22. Evolução trimestral comparada do comercio exterior, 2000-2010	163
Gráfico 23. Evolução trimestral do PIB, 2000-2010 (Países da Eurozona).....	165
Gráfico 24. Evolução trimestral da taxa de paro, 2000-2010 (Países da Eurozona).....	166
Gráfico 25. Evolução trimestral do consumo privado, 2000-2010	167
Gráfico 26. Evolução trimestral do consumo privado (% PIB)	168
Gráfico 27. Evolução trimestral do consumo do governo, 2000-2010	168
Gráfico 28. Evolução trimestral do consumo do governo (% PIB)	169
Gráfico 29. Evolução trimestral dos investimentos (FBCF), 2000-2010.....	170
Gráfico 30. Evolução trimestral dos investimentos (% PIB).....	170
Gráfico 31. Evolução trimestral do comércio exterior (% PIB)	171
Gráfico 32. Resultado do PIB e principais componentes, 2008-2009.....	173
Gráfico 33. Evolução do crescimento dos empréstimos às famílias e ESFL.....	181
Gráfico 34. Composição dos empréstimos concedidos às famílias e ESFL	182
Gráfico 35. Evolução do crédito ao consumo (%PIB; %CP).....	184
Gráfico 36. Estoques de crédito ao consumo (€ bilhões)	185
Gráfico 37. Estoques de crédito ao consumo (%PIB; %Consumo Privado).....	186
Gráfico 38. Evolução do crescimento do crédito ao consumo	188
Gráfico 39. Evolução do crescimento do crédito ao consumo	188
Gráfico 40. Evolução do crescimento do crédito ao consumo	189
Gráfico 41. Evolução trimestral do índice de preços nominais IRV, 2000-2010.....	196
Gráfico 42. Evolução trimestral do índice de preços reais IRV, 2000-2010.....	198
Gráfico 43. Variação do índice de preços reais IRV	199
Gráfico 44. Evolução trimestral do índice IRF, 2000-2010.....	200
Gráfico 45. Variação do índice financeiro IRF	201
Gráfico 46. Comparativa de índices, Alemanha.....	203
Gráfico 47. Comparativa de índices, Áustria.....	204

Gráfico 48. Comparativa de índices, Bélgica	204
Gráfico 49. Comparativa de índices, Espanha	204
Gráfico 50. Comparativa de índices, França.....	205
Gráfico 51. Comparativa de índices, Grécia	205
Gráfico 52. Comparativa de índices, Holanda	205
Gráfico 53. Comparativa de índices, Irlanda	206
Gráfico 54. Comparativa de índices, Itália	206
Gráfico 55. Comparativa de índices, Portugal.....	206
Gráfico 56. Análise agregado trimestral, 2000-2010	209
Gráfico 57. Análise agregado trimestral, 2000-2010	209
Gráfico 58. Alemanha CPpc vs. IRF.....	211
Gráfico 59. Alemanha CPpc vs. IRV real	211
Gráfico 60. Áustria CPpc vs. IRF.....	211
Gráfico 61. Áustria CPpc vs. IRV real	211
Gráfico 62. Bélgica CPpc vs. IRF.....	211
Gráfico 63. Bélgica CPpc vs. IRV real	211
Gráfico 64. Espanha CPpc vs. IRF.....	212
Gráfico 65. Espanha CPpc vs. IRV real	212
Gráfico 66. França CPpc vs. IRF	212
Gráfico 67. França CPpc vs. IRV real.....	212
Gráfico 68. Grécia CPpc vs. IRF.....	212
Gráfico 69. Grécia CPpc vs. IRV real	212
Gráfico 70. Holanda CPpc vs. IRF.....	213
Gráfico 71. Holanda CPpc vs. IRV real	213
Gráfico 72. Irlanda CPpc vs. IRF.....	213
Gráfico 73. Irlanda CPpc vs. IRV real	213
Gráfico 74. Itália CPpc vs. IRF	213
Gráfico 75. Itália CPpc vs. IRV real.....	213
Gráfico 76. Portugal CPpc vs. IRF.....	214
Gráfico 77. Portugal CPpc vs. IRV real.....	214
Gráfico 78. Análise agregado trimestral, 2000-2010	215
Gráfico 79. Alemanha CPpc vs. Paro	216
Gráfico 80. Áustria CPpc VS. Paro	216
Gráfico 81. Bélgica CPpc vs. Paro	216
Gráfico 82. Espanha CPpc VS. Paro	216
Gráfico 83. França CPpc vs. Paro	217
Gráfico 84. Grécia CPpc VS. Paro.....	217
Gráfico 85. Holanda CPpc vs. Paro	217
Gráfico 86. Irlanda CPpc VS. Paro.....	217
Gráfico 87. Itália CPpc vs. Paro.....	217
Gráfico 88. Portugal CPpc VS. Paro	217
Gráfico 89. Evolução do nível da riqueza financeira per capita, 2000-2010.....	226
Gráfico 90. Evolução do nível da riqueza imobiliária per capita, 2000-2010.....	226
Gráfico 91. Nível da riqueza financeira e imobiliária per capita	227
Gráfico 92. Evolução do valor da riqueza financeira per capita, 2000-2010	228
Gráfico 93. Variação do nível da riqueza financeira per capita	229
Gráfico 94. Evolução do valor da riqueza imobiliária real per capita, 2000-2010	230
Gráfico 95. Variação do nível da riqueza imobiliária real per capita	231
Gráfico 96. Análise agregado trimestral, 2000-2010	233
Gráfico 97. Análise agregado trimestral, 2000-2010	233

Gráfico 98. Análise agregado trimestral, 2000-2010	234
Gráfico 99. Evolução das taxas de juro do BCE e do mercado monetário	284
Gráfico 100. Taxa de câmbio efetiva nominal do euro e preços do petróleo	295
Gráfico 101. Inflação medida pelo IHPC (%)	296
Gráfico 102. Crescimento do M3 e empréstimos ao setor privado.....	296
Gráfico 103. Diferencial entre o Euribor de três meses e a taxa EONIA.....	304
Gráfico 104. Diferenças entre a rentabilidade da dívida pública	305

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1. Evolução do Sistema Monetário Internacional.....	18
Quadro 2. Cronologia de intervenções nos mercados financeiros.....	74
Quadro 3. Síntese da análise das causas apontadas e soluções para a crise	114
Quadro 4. Importantes estudos empíricos em nível macro do efeito riqueza sobre o consumo privado	141
Quadro 5. - Os dois pilares da estratégia de política monetária do BCE	275
Quadro 6. Operações de política monetária realizadas pelo BCE	282
Quadro 7. Evolução das taxas oficiais de juro durante as seis fases	292

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Instituições do Sistema Bretton Woods.....	27
Figura 2. Síntese das medidas adotadas pelos Governos e bancos centrais	73
Figura 3: Fatores determinantes de crise global financeira	80
Figura 4. Síntese dos problemas fundamentais no sistema financeiro atual	109
Figura 5. Canais de transmissão entre a crise financeira e a economia real	129
Figura 6. Esquema abreviado do processo de amplificação financeira	145
Figura 7. Esquema abreviado do processo de desalavancagem.....	148
Figura 8. Composição dos créditos concedidos aos setores (Países da Eurozona)	180
Figura 9. Estrutura do Banco Central Europeu	268
Figura 10. Respostas de política do BCE frente à crise global	301
Figura 11. Objetivos da política de estabilidade monetária versus financeira.....	315

LISTA DE ABREVIATURAS

ARM	<i>Adjustable Rate Mortgage</i>
AUE	Ato Único Europeu
BACEN	Banco Central do Brasil
BCE	Banco Central Europeu
BCNs	Bancos Centrais Nacionais
BIRD	Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento
BIS	<i>Bank of International Settlements</i>
BoC	<i>Bank of Canada</i>
BoE	<i>Bank of England</i>
BoJ	<i>Bank of Japan</i>
BNS	<i>Swiss National Bank</i>
CAR	<i>Capital Adequacy Ratio</i>
CDO	<i>Collateralized Debt Obligation</i>
CDS	<i>Credit Default Swaps</i>
CEE	Comunidade Económica Européia
CG	Consumo do Governo
CNN	<i>Cable News Network</i>
CP	Consumo Privado
DES	Direito Especiais de Saques
ECM	<i>Error Correction Consumption</i>
EONIA	<i>Euro Overnight Index Average</i>
ESFL	Entidades sem fins Lucrativos
ESFS	<i>European System of Financial Supervision</i>
ESRB	<i>European Systemic Risk Board</i>
EUA	Estados Unidos da América
EURIBOR	<i>European Interbank Offered Rate</i>
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
FED	<i>Federal Reserve System</i>

FIDICIA	<i>Federal Deposit Insurance Corporation Improvement</i>
FMI	Fundo Monetário Internacional
GATT	General Agreement on Tariffs and Trade
ICU	<i>International Clearing Union</i>
IHPC	Índice Harmonizado de Preços no Consumidor
IME	Instituto Monetário Europeu
IRF	Índice de Preços dos Ativos Financeiros
IRV	Índice de Preços das Vivendas
LCR	Coeficiente de Cobertura de Liquidez
LIS	<i>Luxembourg Income Study</i>
LTV	<i>Loan-to-value</i>
LWS	<i>Luxembourg Wealth Study</i>
NSFR	Coeficiente Líquido de Financiamento Estável
OECD	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>
OIT	Organização Internacional do Trabalho
OLS	<i>Ordinary Least Squares</i>
OMC	Organização Mundial do Comércio
OPR	Operações Principais de Refinanciamento
OPRA	Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado
OR	Operações de Ajuste
PIB	Produto Interno Bruto
PMC	Propensão Marginal ao Consumo
RBA	<i>Reserve Bank of Australia</i>
SEBC	Sistema Europeu de Bancos Centrais
SMI	Sistema Monetário Internacional
SRB	Banco Central da Suécia
UE	União Europeia
UEM	União Económica e Monetária

INTRODUÇÃO GERAL

Apresentação, objetivos,
metodologia e estrutura do trabalho

*“A dificuldade reside não nas novas ideias,
mas em escapar das velhas ideias”.*

John Maynard Keynes (1883-1946),
Economista britânico.

APRESENTAÇÃO E OBJETIVOS

A crise financeira global representa o mais grave colapso surgido nas últimas décadas, apresentando-se como uma ameaça ao crescimento econômico dos principais países. A deterioração da atividade econômica vem gerando uma crise no mercado de trabalho com um aumento colossal no estoque de desemprego global. De acordo com o relatório anual publicado pela OIT (2012), o mundo apresenta hoje um grave problema de desemprego com um déficit acumulado de 200 milhões de empregos; o que representa um incremento de 27 milhões desde o início da crise¹.

Diante deste contexto adverso, tais episódios vêm exigindo respostas de política sem precedentes, por parte dos Governos, bancos centrais e entidades de todo mundo. Esta crise foi originalmente qualificada de crise *subprime* em referência aos problemas produzidos no financiamento do setor imobiliário estadunidense. Entretanto, à medida que diversos segmentos dos mercados financeiros foram sendo internacionalmente afetados, acabou por se transformar em uma crise sistêmica global.

O forte impacto que a crise está produzindo sobre a economia dos países nos conduz a importantes reflexões. Em primeiro lugar, sobre a identificação de sua origem assim como sobre a análise crítica de seus fatores determinantes, tendo em conta que pode haver uma possível multiplicidade de causas que estão por detrás de um fenômeno financeiro de tal envergadura e magnitude.

Em segundo lugar, em torno dos mecanismos de transmissão que se transladam do campo financeiro ao setor real da economia. Dentre os possíveis meios de transmissão, destacamos o canal do efeito riqueza que parte da hipótese que a redução dos níveis de riqueza derivados de uma crise financeira pode estar conduzindo a uma diminuição do consumo privado, o que, em última instância, compromete o crescimento econômico dos países.

¹ ILO (na sigla em inglês). Os dados fazem parte do relatório “tendências mundiais do emprego 2012” publicado em 24 de janeiro de 2012 pela Organização Mundial do Trabalho (OIT).

Em terceiro lugar, em torno do papel cumprido pelos bancos centrais na gestão e na prevenção de crises. Os bancos centrais são entidades designadas a garantir a estabilidade monetária e também a preservar a estabilidade financeira. Contudo, até a manifestação da crise, os bancos centrais focavam muito mais sua atenção na estabilidade monetária de forma a manter a inflação de preços controlada, do que na estabilidade financeira com vistas a assegurar o funcionamento regular dos mercados. Os fatos revelaram, entretanto, que esta abordagem não se demonstrou suficiente para prevenir a formação e a ruptura da bolha de preços de ativos e da manifestação recorrentes de crises financeiras.

Neste contexto, este trabalho tem como objetivo central compreender a crise financeira global e tratar de analisar o seu impacto sobre a economia real, através do canal do efeito riqueza, centrando-se no exame particular de dez países da Eurozona. Além disso, o trabalho visa desenvolver, através de um enfoque normativo, uma reflexão crítica em torno do papel desempenhado pelo Banco Central Europeu em resposta à crise, examinando em que medida suas ações de política caminham em direção à prevenção de crises ou, simplesmente, à suavização dos efeitos adversos sobre a economia.

Em essência, este trabalho tem o propósito de cumprir um triplo objetivo e por este motivo sua estrutura é constituída de três partes. A primeira parte de natureza teórica tem por finalidade desenvolver uma análise sobre a gênese da crise bem como uma reflexão analítica dos elementos determinantes assim qualificados de fatores imediatos e estruturais. A segunda parte de natureza teórico-empírica tem por objetivo avaliar o impacto que a crise produz sobre a economia de dez países europeus, através da análise do efeito riqueza, diante de um contexto marcado por intensas restrições de crédito. A terceira parte de natureza normativo-interpretativa tem por finalidade desenvolver uma reflexão crítica sobre o BCE e tratar de entender o seu papel exercido antes e, sobretudo durante a gestão da crise, através da condução da política monetária.

Note-se, portanto que a primeira parte do trabalho insere-se dentro de um contexto mais amplo de estudo, enquanto a segunda e terceira partes

delimitam-se a um âmbito de exame mais restrito formado por dez países europeus e pela análise das ações de política monetária do BCE tomadas em resposta à crise.

Atualidade, relevância e repercussão são razões que justificam a escolha do tema de estudo. A crise é um acontecimento recente que está em curso estando bastante intensa, possuindo um caráter atualizado em grande parte dos países, sobretudo nos países europeus. Portanto, conhecer a gênese da crise e compreender os seus fatores determinantes ajudam a perceber melhor este problema. Fazendo uma analogia, e partindo do princípio que todo acontecimento possui uma causa, a crise é um fenômeno que tem diversas causas. Por esta razão, ter o conhecimento das causas podem ajudar os gestores a resolver o problema da crise com ações políticas que vão preferentemente ao centro da solução.

Além disso, compreender os efeitos da crise através do seu impacto sobre o setor real da economia denota um caráter de grande relevância e repercussão, tendo em vista que os seus efeitos estão continuamente presentes nos noticiários da imprensa mundial. Assim sendo, ter o conhecimento de como se relaciona a esfera financeira e o setor real da economia, através da análise do efeito riqueza, pode auxiliar os gestores a implantar ações políticas preventivas com a finalidade de evitar a formação de bolhas especulativas e colapsos nos preços dos ativos com efeitos nefastos sobre o consumo privado.

Por último, analisar o papel do BCE antes e durante a gestão da crise pode ser apropriado para entender o alcance de atuação da política monetária. Por exemplo, a utilização da política monetária pode ser crucial para coibir a formação de bolhas especulativas nos preços dos ativos. Por outro lado, a garantia da estabilidade de preços defendida pela política monetária do BCE pode não ser suficiente para assegurar a estabilidade financeira desejada na região. Ademais, as medidas de política monetária empregadas pelo BCE em resposta à crise podem ter efeitos limitados no sentido de resolver as causas

apontadas da crise, tendo em conta que muitas das medidas necessárias à solução estejam fora do alcance da política monetária.

METODOLOGIA

A metodologia de trabalho parte da combinação de um enfoque teórico e empírico aplicado. A elaboração do marco teórico foi realizada a partir de uma revisão sistematizada da literatura. Para a realização da parte empírica foi empregado um método de análise comparada, contemplando um processo cauteloso de coleta e reconstrução de série de dados estatísticos, como também a utilização de técnicas econométricas por efeitos fixos para poder entender a evolução do fenómeno observado. Por último, para a construção das tabelas, gráficos, quadros e figuras foram utilizados informações e dados estatísticos provenientes de fontes diversas tais como: Eurostat, OECD, BCE, FMI, entre outros.

ESTRUTURA DO TRABALHO

Seguindo uma ordem lógica e coerente com as ideias assinaladas anteriormente, a estrutura do trabalho é dividida em três grandes partes. A primeira parte, composta de três capítulos, consiste na parte teórica da pesquisa onde se realiza em essência, uma análise da gênese da crise bem como uma reflexão analítica dos fatores determinantes, a partir de uma revisão sistematizada da literatura. Deve-se advertir novamente que esta primeira parte do trabalho insere-se dentro de um âmbito mais amplo de estudo, dado a própria magnitude da crise que denota um carácter mais global.

Em princípio, o capítulo 1 apresenta a evolução do sistema monetário e financeiro internacional com o objetivo de delinear o desenvolvimento do sistema financeiro para uma melhor compreensão da crise, tendo em vista que sua origem imediata deriva de práticas arriscadas do setor financeiro.

Na sequência, o capítulo 2 descreve a gênese da crise financeira global. Neste capítulo são examinadas as circunstâncias de onde a instabilidade financeira surgiu cuja origem esteve vinculada ao mercado hipotecário estadunidense e de que forma se produziu sua extensão para a crise global.

O capítulo 3 analisa os fatores determinantes da crise global. Nesta reflexão, tratamos de identificar dois grupos de fatores: os imediatos, em referência aos fatores que desencadearam diretamente a crise; os estruturais, em referência àqueles que estão intrinsecamente ligados ao modelo econômico vigente que colaboraram de forma indireta para o desencadeamento da crise.

A segunda parte composta por seis capítulos, que consiste na parte empírica do trabalho, tem por objetivo principal avaliar o impacto que a crise financeira produz sobre a economia real, através da análise do canal do efeito riqueza. Para tanto, são analisados, fundamentalmente, a evolução dos níveis de riqueza estimados e seu efeito resultante sobre o consumo, utilizando macrodados agregados de dez países da Eurozona no período trimestral 2000-2010. Desta forma, o estudo aborda um âmbito espacial mais reduzido formado por dez países europeus e por um contexto temporal trimestral de dez anos.

Para alcançar estes objetivos, o capítulo 4 revisa de forma sistemática os aspectos teóricos relativos aos meios de transmissão da crise sobre o setor real da economia. Aqui são destacados importantes estudos sobre o canal do efeito riqueza. Em essência, o efeito riqueza é um termo empregado para relacionar a evolução da riqueza com a expansão do consumo; portanto, um fenômeno provocado sobre o consumo ante a percepção da variação no valor da riqueza.

Em continuação, o capítulo 5 avalia algumas evidências relativas aos efeitos da crise sobre a economia real, desde um enfoque global e comparado por dez países da União Econômica e Monetária no período trimestral 2000-2010. Diversas razões, que serão destacadas posteriormente, justificam a amostra selecionada permitindo comprovar a existência de comportamentos diferenciados entre os países.

Levando-se em consideração a existência de uma intensa conexão do canal do crédito com o consumo, o capítulo 6 analisa a evolução do crédito para os dez países selecionados com o objetivo de se obter um melhor entendimento do impacto da crise. Em linhas gerais, os resultados revelam que os efeitos da crise sobre o crescimento do crédito ao consumo foram bastante significativos, indicando uma provável tendência recessiva para os empréstimos concedidos às famílias nos próximos trimestres.

O capítulo 7 examina de forma preliminar o impacto que o efeito riqueza gera sobre o consumo, tomando como base a evolução comparada dos índices de preços como aproximações do valor da riqueza. Neste capítulo é analisada fundamentalmente a relação existente entre a variação dos índices de preços e do consumo para os dez países no período trimestral 2000-2010.

Ainda que a técnica de utilização de índices de preços seja habitualmente empregada, tais índices não refletem as variações absolutas dos valores da riqueza. Por esta razão, o capítulo 8 apresenta uma metodologia de reconstrução dos valores da riqueza. Aqui se procura avaliar qual o impacto que o efeito riqueza gera sobre o consumo, tomando como base os valores da riqueza.

Na sequência, o capítulo 9 efetua uma aproximação quantitativa do impacto que o efeito riqueza gera sobre o consumo mediante estimações econométricas com efeitos fixos, aplicando macrodados agregados de dez países da Eurozona no período trimestral 2000-2010. Em síntese, são elaboradas duas especificações que buscam obter uma valoração quantitativa mais precisa do fenômeno do efeito riqueza, atestando uma relação significativa entre as variáveis explicativas e a variável explicada.

A terceira parte do trabalho, composta por dois capítulos, possui um caráter tanto normativo como interpretativo com a finalidade de se conhecer o Banco Central Europeu e, sobretudo entender o seu papel durante a gestão da crise global. Nesta parte partimos da suposição que existem limitações normativas, restringindo-se apenas a um âmbito: analisar o papel do BCE durante a crise através da condução da política monetária. Devemos reconhecer

que, embora seja importante para a condução da crise, a política monetária do BCE é apenas uma parte da solução não sendo o centro da solução. Ou seja, torna-se evidente que muitos instrumentos de política necessários à solução da crise estão fora do alcance da política monetária do BCE.

Tendo em conta estas limitações, o capítulo 10 examina os aspectos básicos referentes ao processo de criação do BCE, descrevendo a sua gênese, apresentando a sua estrutura, detalhando a sua estratégia de decisão e esclarecendo como as decisões são conduzidas utilizando os instrumentos de política monetária disponíveis.

O capítulo 11, por sua vez, realiza uma análise crítica em torno do papel cumprido pelo BCE em resposta à crise, examinando em que medida suas atuações se orientam em direção ou não à prevenção de crises futuras. Aqui se avalia tanto a condução da política monetária durante a fase anterior a crise como as respostas durante o período de crise. Entenda-se que as atuações de política durante a crise foram avaliadas desde outubro de 2008 a dezembro de 2010, tomando como base os relatórios oficiais do BCE. Ainda que o objetivo principal do capítulo consista na avaliação das medidas de política monetária do BCE frente à crise, se realiza de forma suplementar uma breve reflexão crítica em torno do alcance desta política em comparação com outros bancos centrais. Em continuação, são examinadas outras questões importantes relacionadas com o BCE, preços de ativos e estabilidade financeira. Lembrando mais uma vez que a utilização da política monetária pode ser crucial para coibir a formação de bolhas especulativas e colapsos nos preços dos ativos com efeitos adversos sobre o consumo tratados na Parte II. Além disso, são discutidos outros assuntos pertinentes às reformas de Basiléia III e o novo enfoque macroprudencial na UE.

Finalmente, as conclusões gerais do trabalho são apresentadas com uma exposição sistematizada das principais considerações extraídas dos onze capítulos desenvolvidos, tratando de extrair recomendações relevantes para o contexto global atual. Além disso, são incluídas ao final do trabalho algumas sugestões para futuras linhas de pesquisa.

PARTE I

Gênese e fatores determinantes da crise financeira global

*"Crises and deadlocks when they
occur have at least this advantage
that they force us to think".*

Jawaharlal Nehru (1889-1964),
1st Prime Minister of India.

INTRODUÇÃO À PRIMEIRA PARTE

Toda a crise está intrinsecamente ligada ao contexto com o qual se desenvolve, onde sua origem e desenvolvimento necessitam de uma análise sincrônica para que seja compreendida histórica e politicamente. Ao longo dos tempos, o mundo enfrentou miríades de crises que se apresentaram com distintas magnitudes.

A atual crise global representa o mais grave colapso econômico surgido desde a Grande Depressão dado a magnitude com que abalou o sistema financeiro mundial. Esta crise, originalmente denominada crise subprime em referência aos problemas produzidos no financiamento do mercado imobiliário estadunidense, se propagou internacionalmente tendo em conta a forte conexão do sistema financeiro moderno.

Esta propagação, como resultado, colocou em xeque a arquitetura financeira internacional, na medida em que apontou as limitações dos princípios básicos do sistema de regulação e supervisão bancária, assim como pôs, em questão, a sobrevivência de um perfil específico de instituições financeiras.

A crise global há colocado em evidência os perigos vinculados ao excesso de endividamento e engenharia financeira, assim como as carências em matéria de regulação, supervisão e valoração do risco. Por outro lado, há revelado que uma economia globalizada necessita de uma arquitetura financeira renovada.

Apesar de ser considerada como crise financeira, a mesma extrapola os limites da terminologia. Não há crise que não seja motivada por distúrbios cometidos no passado. A crise global nos conduz a diversos tipos de reflexões que vão desde sua origem, características e, sobretudo os fatores determinantes que a consolidaram como a maior crise financeira de todos os tempos.

Ademais, a complexidade desta crise nos remete a um entendimento mais profundo das transformações que ocorreram no sistema financeiro mundial

nas últimas décadas, especialmente no tocante às inovações financeiras relativas a derivativos e securitização que foram o diferencial catalisador desta crise.

Neste sentido, esta primeira parte do trabalho tem por objetivo desenvolver tanto uma análise sistemática sobre a gênese da crise como uma reflexão analítica dos fatores determinantes que conduziram à manifestação da crise global. Nesta reflexão buscou-se identificar dois grupos de fatores: os imediatos, em referência àqueles que desencadearam diretamente a crise; os estruturais, aqueles que estão intrinsecamente ligados ao modelo econômico vigente. Esta diferenciação não é trivial, todavia nos permite ter uma visão mais ampla das causas da crise o que, posteriormente, poderá contribuir para o desenvolvimento de soluções mais eficazes para o fenômeno em questão.

Para alcançar os objetivos acima, tratamos de: **a)** desenvolver uma reflexão sobre a evolução histórica do sistema monetário e financeiro internacional a fim de traçar um contexto diacrônico do sistema financeiro para um melhor entendimento da crise global já que a mesma teve sua gênese neste setor (**Capítulo 1**). Neste capítulo, descrevemos o padrão ouro clássico, primeiro sistema monetário internacional; o acordo de *Bretton Woods*, que foi o primeiro exemplo de uma ordem monetária negociada; analisamos também o colapso de Bretton Woods que conduziu a economia à globalização e finalizamos com uma contextualização do sistema financeiro pré-crise. **b)** examinar a origem da crise financeira global, descrevendo o contexto de onde este desequilíbrio surgiu (**Capítulo 2**). Neste capítulo, analisamos a gênese da crise que teve origem no mercado hipotecário estadunidense, cruzou fronteiras e colapsou a economia global. **c)** analisar e compreender os fatores determinantes que levaram a manifestação da crise global (**Capítulo 3**). Neste capítulo, categorizamos os fatores determinantes de imediatos e estruturais, onde a primeira categoria considera aqueles fatores que desencadearam diretamente a crise e a segunda se detém a fazer uma análise criteriosa dos problemas estruturais presentes no modelo econômico vigente que contribuíram para o desencadeamento desta crise. **d)** descrever sistematicamente as principais conclusões dos capítulos.

CAPÍTULO 1

A evolução do sistema monetário e financeiro internacional

“Un sistema monetario honesto, liberaría al hombre ordinario, de las “palancas” de los manipuladores del dinero”.

Benjamin Franklin (1706-1790),
Político y científico estadounidense.

1.1. INTRODUÇÃO

O objetivo de um sistema monetário internacional é o de viabilizar as transações entre os países, estabelecendo regras e convenções que regulem as relações monetárias e financeiras, não criando obstáculos ao desenvolvimento global. Neste sentido define-se: o ativo (i.e. moeda) de reserva internacional, sua forma de controle, sua relação com as diferentes moedas nacionais (i.e. regime cambial), os mecanismos de financiamento e ajustamentos dos desequilíbrios dos balanços de pagamentos, o grau de liberdade dos capitais privados e a institucionalidade que viabilizará o funcionamento do sistema.

Ao longo do tempo, diversos sistemas monetários foram estabelecidos, conforme se pode observar no quadro 1. O padrão ouro clássico, por exemplo, vigorou até 1914, ocasião em que a Inglaterra era a potência econômica líder e outros países alinhavam-se as diretrizes da política inglesa para alcançar o sucesso econômico. Em seguida, o período entre guerras que se caracterizou pela desordem monetária internacional, marcado por flutuações cambiais abruptas, em parte, decorrente do excesso de emissão monetária, desvalorizações competitivas e aumento do uso de políticas protecionistas, consolidando um sistema monetário instável e não cooperativo (Marinho, 2001; Oliveira *et. al.*, 2008).

O sistema de Bretton Woods, na concepção de Williamson (1989), consagrou um sistema de gestão de taxas de câmbio denominado de padrão dólar-ouro, que procurava flexibilizar o chamado padrão ouro clássico, que era a base do sistema monetário anterior à Primeira Guerra Mundial. A crise do padrão dólar-ouro inicia-se nos anos sessenta como resultado do próprio modelo adotado pelos estados unidos. Ao alcançar maior autonomia econômico-financeira, os países europeus passam a questionar os desajustes internos da política econômica estadunidense. Em termos monetários, ampliam-se a contestação do dólar como ativo de reserva internacional, levando algumas autoridades a preferir o ouro e não o dólar como ativo de reservas, criando

alternativas como os Direitos Especiais de Saques (DES). Os EUA resistem, mas finalmente decretam o fim do padrão dólar-ouro em 1971. A partir de então se seguiu um período de forte instabilidade baseada em taxas flutuantes de câmbio. Esta maior instabilidade, por sua vez, fez com que o cenário econômico mundial modificasse sobremaneira nas últimas décadas (Carvalho e Silva, 2004; Gremaud *et.al.*, 2006; Marinho, 2001).

Quadro 1. Evolução do Sistema Monetário Internacional				
	Padrão ouro (até 1914)	Entre guerras (1914-1945)	Bretton Woods (1946-1971)	Atual (1971- Atual)
1. Regime cambial	Câmbio fixo	Câmbio flutuante	Câmbio fixo	Câmbio flutuante
2. Ativo de reserva	Ouro (libra)	Ouro (dólar, libra)	Ouro, dólar, DES	Moedas fortes
3. Mobilidade do capital	Plena liberdade	Controles/ restrições	Grande mobilidade	Livre mobilidade
4. Regras de ajuste	Ajuste automático	Desvalorização cambial	Ajuste automático e regras do FMI	Ajuste automático, desvalorização cambial e regras do FMI
5. Instituições específicas	Não existem	Não existem	FMI, BIRD (Banco Mundial), GATT	FMI, Banco Mundial, GATT (OMC)

Fonte: Elaboração Própria.

Neste contexto, este capítulo objetiva desenvolver uma reflexão teórica sobre a evolução histórica do sistema monetário e financeiro a fim de delinear um contexto diacrônico do sistema financeiro mundial. Desde um ponto de vista conceitual, acredita-se que esta reflexão seja necessária para o entendimento da crise global, tendo em conta que a mesma teve sua origem nas práticas do setor financeiro. O capítulo está dividido em quatro seções. A primeira seção descreve o funcionamento do primeiro sistema monetário internacional denominado de padrão ouro clássico. A segunda parte trata do funcionamento do segundo sistema monetário internacional designado de Sistema Bretton Woods. A

terceira seção, por sua vez, aborda os bastidores da crise de Bretton Woods ao desdobramento para o processo da globalização financeira. A última parte trata do novo contexto global com vistas a compreender de onde o desequilíbrio financeiro surgiu suscitando na crise global, tratada no próximo capítulo.

1.2. O PRIMEIRO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL: O PADRÃO OURO CLÁSSICO

A história econômica revela que o primeiro sistema monetário internacional, propriamente dito, teve início a partir da segunda metade do século XIX, correspondente ao padrão ouro clássico². Este padrão ouro clássico vigorou durante um período de tempo abreviado, entre 1870 e 1914³. Nesta época, a Inglaterra era a potência econômica mundial, onde outros países procuram seguir às diretrizes da política inglesa para atingir o sucesso econômico⁴. Por sua importância no comércio global e pelo desenvolvimento célere de suas instituições financeiras, a Inglaterra impunha ao mundo o padrão ouro e Londres tornava-se o centro financeiro internacional.

No padrão ouro clássico, os países definiam suas moedas em termos de uma quantidade fixa de ouro, o que consagrava um regime de taxas fixas de câmbio (quadro 1) com base na cotação do ouro de cada uma das moedas nacionais. Gremaud *et. al.* (2006) observa que o padrão ouro também impunha a existência de moedas conversíveis, isto é, a moeda nacional poderia ser convertida em ouro a qualquer momento e em qualquer montante e, dessa forma, nas outras moedas nacionais pelas taxas inicialmente fixadas.

² O padrão-ouro não foi um padrão pré-projetado, mas sim surgiu a partir de uma aceitação geral da utilidade do ouro como uma moeda universal.

³ Ainda que fosse utilizada há tempo como base de cunhagem da moeda, é somente por volta de 1870 que o ouro predomina sobre a prata e o padrão ouro transforma-se em norma internacional. Existem diferenças, entre os autores em relação à data da vigência do padrão ouro, mas não em relação ao seu fim. Goodhart *et. al.* (1994), por exemplo, estabelece seu início em 1873, considerando que o padrão ouro estabeleceu-se formalmente nesta ocasião como o principal sistema de taxas cambiais para grande parte do mundo industrializado.

⁴ De acordo com Eichengreen (2000), o padrão ouro não surge a partir de um conjunto de tratados firmados por autoridades monetárias de diferentes países, mas sim por arranjos espontâneos decorrentes de decisões individuais de países conectados à Inglaterra.

Para Bordo (1992) o padrão ouro pode ser encarado como um padrão nacional e internacional. O autor esclarece que o padrão nacional pertence aos esquemas de regulação da oferta monetária doméstica ou, tratando o mundo como uma economia fechada, aos esquemas de regulação da oferta monetária mundial. Por outro lado, os esquemas de regulação do valor externo do meio de circulação de um país pertencem ao padrão internacional.

Em qualquer sistema monetário internacional, o padrão ouro clássico tinha como finalidade o equilíbrio interno e externo da economia. Aqui, a responsabilidade para atingir tal equilíbrio era delegada ao banco central, que deveria garantir a paridade oficial entre as moedas e o ouro. Para conservar a paridade, o banco central necessitava de um estoque aceitável em reservas de ouro. O equilíbrio externo caracterizava-se como uma circunstância em que o banco central não estava ganhando ou perdendo ouro, tendo em vista que os *superávits* ou *déficits* do balanço de pagamentos tinham que ser financiados por embarque de ouro entre os bancos centrais (Marinho, 2001).

Eichengreen (2000) ressalta que, apesar do ouro dar o título ao padrão monetário vigente, o meio circulante e a composição das reservas externas dos países integrantes do sistema eram bastante variados. Segundo este autor somente a Alemanha, os EUA, a França e a Inglaterra sustentavam padrões de ouro puros, no sentido de que o dinheiro posto em circulação internamente assumia a forma de moedas de ouro. À medida que a moeda de papel também circulava, aqueles quatro países mantinham ouro adicional nos cofres dos seus bancos centrais que poderiam ser então convertidos. Por outro lado, em outras nações o dinheiro assumia a forma de papel moeda, de prata e simbólica. Estes países que permaneciam no padrão ouro, na concepção dos governos, estavam prontos a converter suas moedas em ouro a um preço fixo à vista.

Em teoria, o sistema do padrão de ouro clássico determinava as regras de criação e circulação monetária em nível nacional e internacional. A emissão de dinheiro estaria baseada no nível de reservas de ouro e teria livre conversão no metal, enquanto os pagamentos internacionais seriam feitos em ouro e as taxas

de câmbio entre as moedas seriam proporcionais ao seu lastro. O sistema apresentava um mecanismo automático de desequilíbrios no balanço de pagamentos. Quando houvesse, por exemplo, um déficit no balanço de pagamentos, sinalizaria um excesso de demanda por divisas, forçando o governo a vender suas reservas de ouro. Ao vender suas reservas, contudo, o governo estaria adotando uma política monetária contracionista, levando a uma recessão e deflação, as quais corrigiriam o déficit no balanço de pagamentos, tendo em conta que ocorreria um estímulo às exportações e um desestímulo às importações (Dathein, 2005; Gremaud *et.al.*, 2006).

Conforme observa Dathein, o mecanismo automático de desequilíbrios no balanço de pagamentos nunca funcionou na prática conforme previsto pela teoria, devido às desigualdades estruturais entre os países, às assimetrias do comércio internacional e à rigidez de preços e custos. Na realidade, o que existiu foi um padrão de moeda dominante, em particular, um padrão libra-ouro, tendo em vista a hegemonia britânica nos campos comercial, financeiro, industrial e político-militar.

Após um vasto período de relativa paz, o equilíbrio global das forças mundiais sofre instabilidade e instala-se, mormente entre os países europeus, um clima pouco amistoso. Depois de sucessivas ameaças e rumores de conflitos eclode a Primeira Guerra Mundial em 1914, quando estava montado um cenário que se mostrou incompatível com os mecanismos automáticos do padrão ouro então vigentes. Na ocasião, os Governos financiavam seus gastos militares emitindo moedas, a força de trabalho e a capacidade produtiva haviam sido reduzidas, resultando níveis de preços mais elevados. Além disso, os Governos utilizaram gastos públicos para reconstruir seus países destruídos pela guerra, gerando processos inflacionários, entre os quais se destacou a hiperinflação alemã (Marinho, 2001).

A Primeira Guerra Mundial levou ao fim do padrão libra-ouro, aonde não se chegou a nenhum acordo até Bretton Woods, em 1944. A Inglaterra já não podia mais assumir o papel anterior dada sua atinente decadência e os EUA,

nação com mais qualidades para ocupar este espaço vazio, não o fez prontamente⁵ (Dathein, 2005). De acordo com Oliveira *et.al.*, existia um vazio quanto ao estabelecimento de regras naquele período:

“Com a 1ª Guerra Mundial passa, pois, a existir um vácuo no tocante ao estabelecimento de regras relativas ao câmbio e ao comércio internacional, ante o deslocamento da defesa da conversibilidade a qualquer custo para a luta em torno da recuperação e manutenção da atividade econômica” (Oliveira *et.al.*, p. 197).

O período entre o fim da primeira e o início da segunda guerra mundial foi caracterizado por flutuações cambiais abruptas, em razão do excesso de emissão monetária, desvalorizações competitivas e aumento do uso de políticas protecionistas, consolidando um sistema monetário instável e não cooperativo. A tentativa de reconstituir o padrão-ouro⁶, segundo Moffitt (1984), potenciou este “estado da arte”, tornando evidente a estruturação de um novo conjunto de disposições, normas, políticas e instituições para orientar as transações monetárias internacionais. A desarticulação do sistema monetário no período entre guerras, segundo Eichengreen (2000), demonstrou claramente a obrigação de se estruturar um novo padrão monetário capaz de suportar: a) as tensões entre objetivos conflitantes de política econômica; b) a mobilidade internacional dos capitais não mais conduzidas pela manutenção da convertibilidade; e c) o deslocamento do centro hegemônico mundial, da Inglaterra para os EUA.

O mundo continuava em caos e somente em 1944, os líderes dos países reconheceram que a existência de uma nova ordem econômica internacional era indispensável. Políticas bilaterais, desvalorizações cambiais competitivas fizeram

⁵ A economia estadunidense tinha pequena abertura comercial, era tradicionalmente protecionista e seu intenso desenvolvimento absorvia seus capitais, o que limitava sua capacidade de financiamento aos países deficitários.

⁶ Na ocasião, o governo britânico buscava duas saídas para amenizar o impasse: a) negociar com outros países níveis de taxas de juros, propondo taxas mais altas para Inglaterra; b) instituir o padrão câmbio-ouro em que os bancos centrais de outros países poderiam reter uma parte de suas reservas internacionais na moeda nacional dos principais centros financeiros (i.e. libra esterlina). O padrão câmbio-ouro teve vida efêmera, prevalecendo à desconfiança dos países que tinham parte das reservas em libras esterlinas. Esse arranjo inglês não suportou a depressão de 1929 e a libra perdeu definitivamente seu *status* como reserva em 1931 (Marinho, 2001).

com que os EUA e a Inglaterra iniciassem as negociações para uma reestruturação econômica ainda em plena guerra. Essas negociações, entretanto, consolidaram-se com a conferência monetária e financeira das Nações Unidas, realizada em Bretton Woods (EUA) em julho de 1944⁷.

1.3. O SEGUNDO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL, 1945-1971

As conferências concretizadas em Bretton Woods, definindo o Sistema Bretton Woods de gerenciamento econômico internacional, estabeleceram durante as três primeiras semanas de julho de 1944 as regras para as relações comerciais e financeiras entre os países mais industrializados do mundo. O Sistema Bretton Woods foi o primeiro exemplo, na história mundial, de uma ordem monetária totalmente negociada, tendo como objetivo governar as relações monetárias entre Nações-Estado independentes.

Durante a conferência de Bretton Woods, algumas propostas de remodelagem do sistema monetário surgiram. Entre elas, destacam-se as do economista inglês John Maynard Keynes (Plano Keynes) e a do secretário do tesouro dos EUA, Henry White (Plano White) que prevaleceu⁸. Surgiu desta conferência um sistema monetário internacional que foi importante no reflorescimento do comércio global, sobre o qual se baseou o crescimento econômico do pós-guerra (Gremaud *et.al.*, 2006; Oliveira *et.al.*, 2008).

De forma breve, o Plano Keynes, que representava o lado britânico, defendia a criação de uma *International Clearing Union* (ICU), que atuaria como uma espécie de banco central dos bancos centrais, que de posse de um grande volume de recursos e centralizando o sistema de pagamentos em âmbito global, teria o papel de corrigir os desequilíbrios dos balanços de pagamentos dos países de forma ordenada, contemplando credores e devedores⁹. Gremaud *et.al.* (2006)

⁷ Para uma exposição histórica do sistema de Bretton Woods ver, por exemplo, Bordo (1993).

⁸ Consulte, por exemplo, Williamson (1989, pp. 322-325) para detalhes complementares relativos às propostas de Keynes e White.

⁹ Este sistema, segundo Jayawardena (1995), implicava obrigações para os países superavitários, que seriam condicionados a valorizar as suas moedas de sorte a aumentar as importações e reduzir as exportações.

assinala que cada banco central teria uma conta ICU denominada de “bancor”¹⁰, onde os países poderiam acumular saldos de “bancors” depositando ouro ou recebendo “bancors” de países deficitários. Cada país membro, por sua vez, teria direito a determinado valor de saques, relacionado com o volume do seu comércio.

O Plano Keynes visava principalmente eliminar o papel indócil desempenhado pelo ouro enquanto ativo de reserva, instrumento unânime da preferência pela liquidez (Beluzzo, 1995). Buscava, dessa forma, uma distribuição mais equitativa do ajustamento dos desequilíbrios do balanço de pagamentos entre deficitários e superavitários. Isto significava facilitar o crédito aos países deficitários e penalizar os países superavitários. Neste contexto, os EUA rejeitaram o plano por julgarem um artifício inglês para conseguir os recursos dos países superavitários, que seriam os próprios EUA (Gremaud *et.al.*, 2006).

O Plano White, por sua vez, sugeria o restabelecimento do ouro como instrumento de reserva internacional. Recomendava um regime de paridades cambiais fixas, como Keynes propusera, porém reajustáveis apenas sob condições excepcionais e depois de aprovadas por um Fundo de Estabilização. Este substituiria a idéia da ICU e seria responsável pela análise das políticas econômicas dos países membros, por um lado, e pelo provimento de fundos para a viabilização de ajustes de desequilíbrios temporários no balanço de pagamentos, por outro¹¹.

Além do Fundo de Estabilização, o Plano White sugeria a criação de um Banco Internacional, que também colaboraria no processo de fornecimento de liquidez ao comércio entre os Estados-membros, além de tornar mais flexíveis os ajustamentos do balanço de pagamentos. Quanto ao câmbio, as taxas poderiam oscilar numa margem de apenas 1%, podendo ser reajustadas em 10% desde que

¹⁰ Na realidade, o “bancor” seria uma espécie de moeda mundial conversível em ouro sob uma paridade fixa, que serviria para a liquidação das posições entre os bancos centrais (Bordo, 1993).

¹¹ Tratava-se, portanto, de um fundo com uma quantidade limitada de recursos, menor do que o previsto no Plano Keynes, donde a impossibilidade de criação de moeda mediante decisão autônoma e de influenciar os países superavitários eliminava qualquer possibilidade de ajuste expansivo do balanço de pagamentos (Oliveira *et.al.*, 2008).

aprovadas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI). Além disso, o Plano admitia a possibilidade de controle ocasional sobre os fluxos de capitais, diferentemente do Plano Keynes, que por seu turno concebia este instrumento como essencial para a estabilidade do sistema monetário internacional (Bordo, 1993; Oliveira *et. al.*, 2008).

Cumprе assinalar, que o princípio da convertibilidade implicava equilíbrio do balanço de pagamentos e igualdade entre as moedas. Como os EUA eram o único país superavitário do pós-guerra, além de responder unicamente por 2/3 das reservas internacionais de ouro, seriam os únicos capazes de amparar o regime de conversibilidade. O dólar passaria a desempenhar a função de moeda central do sistema, institucionalizando o padrão dólar-ouro e, assim, concretizando a hegemonia financeira estadunidense no âmbito monetário internacional. Em síntese, o acordo de Bretton Woods foi importante como procedimento de institucionalização da hegemonia dos EUA no campo monetário internacional, e o aspecto-chave foi a fixação do ouro como ativo de reserva. A partir da aceitação do dólar como referencial internacional, a gestão monetário-financeira mundial passava a estar sujeita aos ditames da política estadunidense (Baer *et. al.*, 1995).

Segundo a tipologia estabelecida por Baer *et.al.*, a ordem monetária instituída em Bretton Woods se fundamentou em cinco aspectos básicos. Em primeiro, convencionou-se um regime de câmbio fixo, mas ajustável em função de desequilíbrios estruturais. Em segundo, estabeleceu-se o ouro como instrumento de reserva. Portanto, uma moeda nacional só apresentaria aceitação internacional quando garantisse seu lastro em ouro e sua conversibilidade para este metal fosse automática¹².

¹² Segundo estes autores, tais medidas foram uma reação à intensa desordem monetária do período entre guerras, em que a maioria dos países cometeu desvalorizações cambiais para enfrentar a crise da economia global e, ao suspenderem a conversibilidade ao ouro, eliminavam um parâmetro explícito de controle da expansão monetária. O estabelecimento do padrão câmbio-ouro tinha, assim, como fundamento teórico a idéia de ancorar o sistema a uma base material que garantisse limites concretos à expansão da liquidez.

Em terceiro, instituiu-se a livre conversibilidade de uma moeda nacional em outra, garantindo a plena mobilidade dos capitais entre os países. Na realidade, tal mobilidade somente deveria ser limitada em caso de movimentos especulativos. Em quarto, definiram-se novos procedimentos de ajuste frente aos desequilíbrios nos balanços de pagamentos. Os desajustes estruturais deveriam partir para um realinhamento das paridades das taxas de câmbio, que precisaria ser coordenado por um organismo supranacional, para o qual se criou o FMI. Os desajustes transitórios, por sua vez, deveriam ser superados por meio de financiamentos compensatórios estendidos pelo FMI ao país deficitário.

Em quinto, estabeleceu-se uma nova ordem monetária internacional (veja figura 1). Deste modo, foram criadas três instituições econômicas do pós-guerra: a) o FMI; b) o Banco Mundial; e c) o Acordo Geral de Tarifas e Comércio (GATT). Cabia ao FMI, em primeiro, zelar pelo cumprimento das regras cambiais, inclusive coordenando as revisões das estruturas de paridade quando se fizessem necessárias. Em segundo lugar, o FMI deveria socorrer os países a ele associados se ocorressem desequilíbrios em seus balanços de pagamentos¹³. O Banco Mundial, por sua vez, foi criado com intuito de auxiliar na reconstrução dos países devastados pela guerra e, posteriormente, de promover o desenvolvimento dos países menos desenvolvidos¹⁴. Posteriormente, também foi criado o GATT cujo objetivo básico era a redução das restrições ao comércio internacional e a liberalização do comércio multilateral¹⁵.

Dessa forma, o Sistema Bretton Woods estabeleceu o dólar como moeda internacional, onde seria a única moeda que conservaria a conversibilidade

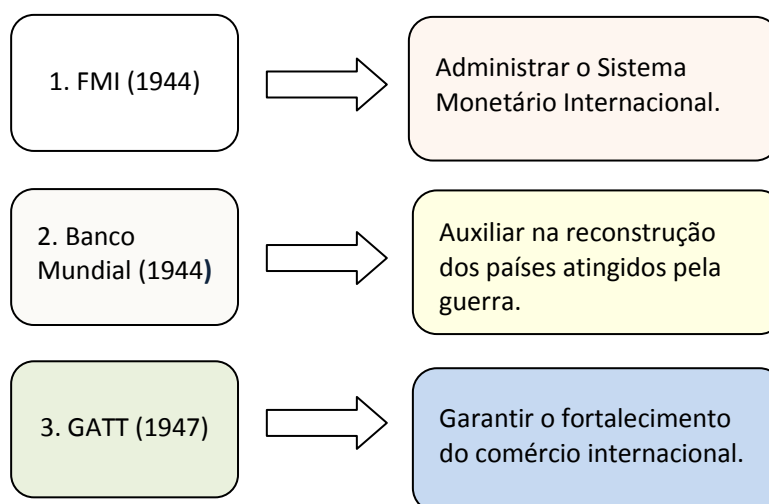
¹³ Quando esses desequilíbrios ocorressem, o FMI poderia financiá-los com os denominados empréstimos compensatórios. Consultar Gremaud *et.al.* (2006, p. 518) para mais detalhes.

¹⁴ O Banco Mundial também é conhecido como BIRD – Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento e tem seu capital subscrito pelos países credores na proporção de sua importância econômica. Com base neste capital, o Banco empresta com taxas de juros reduzidas para países menos desenvolvidos, com intuito de desenvolver projetos economicamente viáveis para o desenvolvimento destes países, mas que não obtenham financiamento do setor privado.

¹⁵ O GATT atuava especialmente por meio de “rodadas” de negociações entre os países envolvidos no comércio internacional, buscando reduzir as barreiras impostas a este comércio mediante impostos alfandegários e cotas de importação. A partir de 1995, foi substituído pela Organização Mundial do Comércio (OMC).

direta em relação ao ouro ativo reserva¹⁶. Por sua vez, as outras moedas eram livremente conversíveis em dólar a uma taxa de câmbio fixa¹⁷. Portanto, o dólar mantinha uma paridade direta com o ouro e as demais moedas com o dólar. Em síntese, o Sistema Bretton Woods concebia um regime de taxas de câmbio fixas, porém ajustáveis, sendo que os ajustes deveriam ser acertados entre os países. Deste modo, buscava-se garantir a estabilidade consagrada pelo padrão ouro ao mesmo tempo em que se compatibilizava o sistema ao permitir correções nas taxas de câmbio; à medida que os desajustes ditos estruturais ocorressem no balanço de pagamentos.

Figura 1. Instituições do Sistema Bretton Woods



Fonte: Elaboração própria.

A partir do novo quadro institucional, o período do pós Segunda Guerra revelou-se um período de crescimento econômico acelerado motivado, em parte, pela expansão do comércio internacional liderado pelos EUA. De fato, este país que havia saído da guerra muito menos afetado que os países europeus foi o grande fornecedor de recursos para a reconstrução dos países atingidos,

¹⁶ O dólar era o padrão monetário básico, definido em termos do ativo ouro, na proporção de US\$ 35 por onça, ou seja, cada dólar equivalia a 0,9 gramas de ouro. Dessa forma, os EUA garantiam a conversibilidade do dólar em ouro, segundo a relação estabelecida, para transações internacionais (Germer, 1998).

¹⁷ Tomemos o marco alemão como exemplo. Caso a taxa de câmbio do marco fosse US\$ 1 = DM 1,80, chegava-se ao resultado de que DM 1,00 = 0,5 gramas de ouro.

deslanchado pelo Plano Marshall, instituído em 1947. É nesta perspectiva que Baer *et.al.* consideram que:

“Foi no bojo do Plano Marshall que se desvalorizaram significativamente frente ao dólar as moedas européias e a japonesa e que os EUA abriram seu mercado às exportações destes países, estimulando a retomada do crescimento e o ajuste de suas balanças comerciais” (Baer *et.al.*, p. 82).

Em termos econômicos, este período foi marcado pelo crescimento da utilização dos bens de consumo duráveis trazendo consigo uma forte expansão na indústria de bens de capital e incorporando definitivamente o progresso tecnológico ao ambiente empresarial. Nas três décadas que se seguiram ao fim da Segunda Guerra, a economia e o comércio internacional prosperaram com base no dólar e nesse sistema.

A função de garantir a expansão e a gestão da liquidez internacional, condição básica para a sustentação do comércio e do crescimento mundial, também coube aos EUA na medida em que sua moeda se havia tornado a única com ampla aceitação. Contudo, a crescente utilização do dólar, para satisfazer a demanda por liquidez internacional, era totalmente contraditória com a convenção câmbio-ouro estabelecida em Bretton Woods. Havia, destarte, uma contradição básica entre a prosperidade do comércio internacional e a manutenção do acordo de Bretton Woods centrado na paridade dólar-ouro, onde a sustentação do dólar era posta em xeque. Essa contradição foi apontada por Triffin (1979) no final dos anos 50, ficando conhecida como Paradoxo de Triffin.

O Paradoxo de Triffin consistia na incompatibilidade de o dólar, como padrão monetário internacional, exercer simultaneamente a função de circulação e a função de ativo de reserva, este último baseado no lastro em ouro. Para que a expansão econômica ocorresse, era necessário o crescimento das reservas mundiais em dólares, a fim de não haver crises de liquidez internacional. Esta injeção de liquidez se fazia com base em déficits externos dos EUA. Se estes déficits tornassem sistemáticos, e se os ativos em ouro

estadunidenses fossem constantes, a confiança na conversibilidade do dólar e, por consequência, a base dos acordos de Bretton Woods ruiria. Por outro lado, caso não houvesse injeção de liquidez, o crescimento econômico não ocorreria. Conforme explica Baer *et.al.*:

“Cumprir com a regra da conversibilidade ao ouro supunha que os EUA somente pudessem emitir dólares na proporção em que acumulassem reservas em seu balanço de pagamentos, requerendo que o país incorresse em constantes superávits. Constantes superávits no balanço de pagamentos significam uma entrada de dólares superior à saída, o que implica escassez da moeda norte-americana no mercado internacional. Consequentemente, se a moeda é escassa em nível internacional não pode satisfazer a demanda por liquidez” (Baer *et.al.*, p. 82).

O paradoxo acabou sendo resolvido em favor da satisfação das necessidades de liquidez internacional e tornando a conversibilidade ao ouro, de fato, letra morta. Neste sentido, para que o dólar cumprisse sua função de circulação de moeda internacional, os EUA passaram a incorrer em reiterados déficits em seu balanço de pagamentos, exportando capital para atender as necessidades da liquidez mundial. Em um primeiro momento, isto se realizou via Plano Marshall e gastos militares e, numa segunda ocasião, através da transnacionalização do capital produtivo que se dirigiu especialmente para a Europa (Baer *et.al.*, 1995; Marinho, 2001).

Em sequência, a crise do padrão dólar-ouro acirrou-se com a política keynesiana da década de sessenta e os consequentes aumentos nos déficits estadunidenses e, adicionalmente, com as guerras da Coreia e do Vietnã. O envolvimento dos EUA na guerra do Vietnã, financiando o conflito com recursos externos, foi considerado um abuso de poder no exercício da hegemonia estadunidense¹⁸ (Cooper, 1987; Davidson, 1993). Tanto a diminuição das assimetrias entre os países industrializados, como os graus de liberdade do país

¹⁸ A divergência com a política externa estadunidense, que se expressava na progressiva objeção das autoridades monetárias dos principais países industrializados a continuarem acumulando reservas internacionais em dólares, e as crescentes necessidades de financiamento monetário pelos EUA para suportar o conflito militar no Vietnã minaram definitivamente a sustentação do padrão dólar constituído com o Acordo de Bretton Woods. (Baer *et.al.*, 1995).

soberano na gestão de sua política econômica parecem ter sido os fatores decisivos para a ruptura da ordem monetária estabelecida (Baer *et.al.*, 1995).

Os eventos subsequentes e as crises especulativas do final da década de sessenta¹⁹ eram passos concretos no caminho da extinção do sistema preparado em Bretton Woods, que teve seu fim decretado por Nixon²⁰ em 1971, com o rompimento da conversibilidade do dólar em relação ao ouro. A partir deste momento, as taxas passaram a flutuar conforme o mercado e as decisões dos Governos. Os Estados-membros ainda tentaram manter entre si uma margem de variação cambial admissível que foi chamada de “serpente do túnel”, com êxito parcial por algum tempo (Dathein, 2005; Gremaud *et.al.*, 2006).

Com isso, o padrão dólar-ouro de Bretton Woods, que a despeito de seus problemas ofereceu previsibilidade às decisões capitalistas e, concomitantemente, conforme afirmação de Bordo (1993) possibilitou resultados econômicos favoráveis²¹, cedeu lugar ao padrão dólar-flexível. Deste modo, a flutuação do dólar-flexível atribuiu total autonomia à política econômica estadunidense, suprimindo por completo os constrangimentos impostos pelo padrão dólar-ouro, a saber: a) impossibilidade de se incorrer em déficits persistentes do balanço de pagamentos, visto que isto implicaria a perda de reservas em ouro; b) de realizar realinhamentos cambiais a qualquer tempo, o que poderia provocar uma fuga para o metal (Oliveira *et.al.*, 2008).

Depois de 1973, sucedeu-se um forte período de instabilidade²², fundamentado em taxas flutuantes de câmbio. Houve grande desvalorização do

¹⁹ Os capitais especulativos, numa primeira fase (1968-69), atraídos pelo diferencial positivo nas taxas de juros estadunidenses, sustentaram o dólar ao garantirem um influxo de capital para os EUA. Entretanto, numa segunda fase (1970-71), a reversão da política monetária foi determinante no desencadeamento definitivo da crise do dólar.

²⁰ Nesta ocasião, Nixon anunciou uma série de medidas, entre elas a suspensão da conversibilidade do dólar em ouro. Logo após, segue o Acordo Smithsoniano em que foi negociada uma desvalorização do dólar, onde a faixa de flutuação cambial foi ampliada de 1% para 2,25%. As tentativas de manter as taxas de câmbio fixas duraram até 1973, quando o sistema acordado em Bretton Woods naufragou completamente (Dathein, 2005).

²¹ Nas palavras taxativas de Bordo (1993, p. 27): “The Bretton Woods regime exhibited the best overall macro performance of any regime.”

²² Esta instabilidade está associada aos primeiros anos (1973-77) da crise de acumulação, onde os ingressos de capital caíram tanto nos EUA como na Europa. Os lucros empresariais eram baixos e

dólar que, apesar de continuar ser a principal reserva internacional, perdeu importância, principalmente em relação a outras moedas. Concomitantemente, ocorreram as crises do Petróleo de 1973²³ e 1979²⁴, que encareceram uma das matérias-primas fundamentais da matriz tecnológica sobre o qual se baseou o crescimento do período anterior. Portanto, essa maior instabilidade fez com que o cenário econômico mundial modificasse sobremaneira nas últimas décadas.

1.4. DO COLAPSO DE BRETTON WOODS À GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

Desde a crise do padrão monetário de Bretton Woods no início dos anos setenta e da substituição do antigo regime fundado em taxas fixas de câmbio (padrão dólar-ouro) por um sistema referenciado em taxas flutuantes (padrão câmbio-flexível), ocorreram profundas alterações no funcionamento do sistema monetário e financeiro internacional.

A análise destas alterações pode ser enfocada de duas maneiras. Do ponto de vista microeconômico, as mudanças dos padrões de concorrência e as inovações tecnológicas. Do ponto de vista macroeconômico, os desajustes econômicos globais e a instabilidade econômica, em especial das taxas de câmbio e de juros. Portanto, os fatores macroeconômicos podem ser percebidos como indutores das transformações e os fatores microeconômicos como viabilizadores deste processo (Baer *et.al.*, 1995).

A década de oitenta pode ser considerada, na visão de Dathein (2005), como uma sequência dos anos setenta em relação aos fatores microeconômicos. Contudo, houve alterações consideráveis em relação aos fatores

a inflação contribuía para depreciar o valor dos empréstimos e investimentos, colocando os juros reais em valores negativos. As taxas de lucratividade decrescentes, associadas a uma alta da inflação nos países desenvolvidos, levou ao surgimento de um forte movimento contra as ideias keynesianas para reduzir a intervenção dos Estados na economia.

²³ A crise do petróleo de 1973 foi desencadeada num contexto de déficit de oferta, com o início do processo de nacionalizações e de uma série de conflitos envolvendo os produtores árabes da OPEP. Na ocasião, os preços do barril de petróleo chegaram a aumentar 400% em cinco meses, provocando uma recessão nos EUA e Europa e desestabilizando a economia ao redor do mundo.

²⁴ Em 1979, a paralisação da produção iraniana, consequência da revolução Islâmica liderada pelo Aiatolá Khomeini, provocou o segundo grande choque do petróleo, elevando o preço médio do barril em mais de 1000%. Os preços permaneceram altos até 1986, quando voltaram a cair.

macroeconômicos na mesma década, começando com uma mudança de postura de política econômica dos EUA. A administração de Ronald Reagan significou uma profunda guinada para o neoliberalismo²⁵, que advogava a redução do Estado, a desregulamentação e a saída da crise de rentabilidade pelo lado da oferta através do aumento do investimento e da produtividade. Dentro deste raciocínio, dever-se-ia eliminar o déficit público, reduzindo concomitantemente os gastos e a carga tributária. Simultaneamente, considerando os movimentos especulativos e a contínua queda da moeda, o banco central estadunidense adotou uma política restritiva sobre a expansão da base monetária, o que gerou níveis recordes de taxas de juros e a alta da cotação do dólar.

Com a elevação nas taxas de juros, os EUA tornavam-se o principal receptor do fluxo de capitais internacionais, provocando a crise da dívida externa nos países em desenvolvimento²⁶. Em reação, os outros países com economias maduras também tiveram que elevar suas taxas de juros na tentativa de evitar maiores quedas das cotações de suas moedas, o que provocou uma recessão internacional. São neste contexto de mudanças na política econômica dos países centrais e da crise da dívida externa dos países em desenvolvimento, que se devem analisar as transformações do sistema financeiro global na década de oitenta.

Portanto, o sistema monetário internacional que surgiu após o colapso de Bretton Woods se baseou numa divisa-chave, o dólar. A posição do dólar como moeda-chave ancorou-se no poder financeiro dos EUA, associado à importância das instituições financeiras estadunidenses e à dimensão de seu mercado

²⁵ O neoliberalismo é uma doutrina que foi usada em épocas diferentes com significados semelhantes, todavia distintos. Particularmente, a partir de 1960, passou a significar a doutrina que defende a absoluta liberdade de mercado e uma restrição à intervenção do Estado sobre a economia, só devendo ocorrer em setores imprescindíveis e ainda assim num grau mínimo. Para uma discussão mais aprofundada sobre o neoliberalismo ver, por exemplo, Harvey (2005), Palley (2004), Saad-Filho e Johnston (2005), Santos (1999), Thorsen e Lie (2007).

²⁶ Os juros mais altos repercutiram sobre os créditos que haviam sido anteriormente direcionados a América Latina, provocando a princípio da década de oitenta a crise da dívida externa, quando muitos países não conseguiram pagar sua dívida. Como consequência, a região sofreu três anos de depressão e cerca de dez anos de paralisação econômica, período que ficou conhecido como a década perdida.

financeiro doméstico (Strange, 1986; Helleiner, 1994). Prates (2005) e Tavares (1997) assinalam que a década de oitenta foi caracterizada pela retomada²⁷ da hegemonia estadunidense, tanto em decorrência do choque cometido nas taxas de juros em 1979, como também pela desregulamentação e/ou liberalização financeira iniciadas no final dos anos setenta, inaugurando o que os autores denominaram de política do “dólar forte”²⁸.

A crise da dívida externa dos países em desenvolvimento trouxe à tona a fragilidade dos bancos internacionais que tinham seus ativos comprometidos com estes países. Neste contexto, acirrou-se a concorrência entre instituições bancárias e não bancárias, com pressões no sentido da desregulamentação dos mercados financeiros, em consonância com a lógica neoliberal, diminuindo, com isto, a distinção entre estas instituições.

A generalização da liberalização financeira entre os países desenvolvidos aumentou a volatilidade das taxas de câmbio e de juros, desencadeando um intenso processo de inovações financeiras, com o aparecimento de novos instrumentos com o intuito de buscar proteção aos ativos negociados. Com este objetivo, foram criados os chamados derivativos²⁹, cujo processo inovador gerou grande crescimento no fluxo internacional de capitais. Outra inovação importante foi o processo de securitização das dívidas³⁰, com um grande desenvolvimento de mercados secundários de títulos. Além disso, aumentou muito o peso financeiro dos investidores institucionais no mercado³¹. Os bancos, em resposta a estas inovações, ao aumento da concorrência e visando reduzir custos, passaram a desenvolver novas operações fora de balanço, como bancos de negócios. Buscando novas fontes de ingressos, os bancos converteram-se em

²⁷ Retomada porque nos anos setenta observou-se um crescente questionamento da posição do dólar como moeda-chave do sistema, reflexo da fragilização da liderança tecnológica e comercial dos EUA, subjacente a essa posição no sistema de Bretton Woods (Prates, 2005).

²⁸ Como destacam Tavares e Melin (1997), nesse sistema o dólar não desempenha mais a função de reserva de valor como um padrão monetário clássico, mas cumpre, principalmente, o papel de moeda financeira num sistema desregulado e sem paridades cambiais fixas.

²⁹ O mercado de derivativos é o negócio no qual a formação de seus preços deriva dos preços do mercado à vista. Incluem-se os mercados futuros, a termo, de opções e de swaps.

³⁰ Ou seja, transformação das dívidas em títulos negociáveis no mercado.

³¹ Veja seção 1.5 para uma análise mais detalhada dos investidores institucionais.

administradores de carteiras, responsáveis pela colocação de títulos de empresas, por fusões e incorporações (Baer *et.al.*, 1995; Dathein, 2005; Gremaud *et.al.*, 2006).

Por sua parte, o desenvolvimento do mercado de derivativos aumentou a flexibilidade e a segurança para o aplicador e para o tomador de recursos, funcionando como *hedge*³². Contudo, promoveu a especulação, aumentando ainda mais a instabilidade do sistema econômico. Ou seja, uma maior segurança microeconômica gerou uma maior instabilidade macroeconômica, tendo em conta que existem poucos controles sobre as instituições e sobre essas operações. Também se suscitou maior risco porque as instituições financeiras, em uma situação de maior concorrência, trabalham com pequenos *spreads*³³ e margens de segurança, e tendem a fazer avaliações de risco mais inconsistentes (Dathein, 2005; Coutinho e Belluzzo, 1998).

Deste modo, a globalização, que se começa a utilizar na década dos anos oitenta (Berzoza, 2002), também gerou mudanças significativas nas práticas do setor financeiro, permitindo que o capital movesse rapidamente pelo mundo devido à tecnologia da informação. Com isso, crises financeiras globais tornavam-se cada vez mais suscetíveis (Roubini e Mihm, 2010). A globalização financeira constitui um desdobramento das tendências já presentes no sistema financeiro internacional a partir do surgimento do euromercado e da adoção do sistema de taxas de câmbio flutuantes (Prates, 2005). O nascimento do euromercado, segundo Moffitt (1984), foi o embrião da globalização financeira, na medida em que representou a formação de um mercado mundial de moeda “sem pátria”. Assim, o euromercado transformou o caráter da atividade bancária, ao unir mercados financeiros nacionais privados e livres dos bancos centrais, de dimensões que ninguém conhece ao certo. Corazza (2003), por sua vez, observa que a adoção das taxas flexíveis de câmbio em 1973, talvez tenha

³² Em finanças, chama-se cobertura (*hedge*, em inglês) ao instrumento que visa proteger operações financeiras contra o risco de grandes variações de preço de determinado ativo. Consultar, por exemplo, Gitman (2004) para uma visão mais aprofundada.

³³ Spread refere-se à diferença entre o preço de compra (demanda) e venda (oferta) da mesma ação, título ou transação monetária.

sido o mais importante fato propulsor da globalização financeira, na medida em que deixou a fixação do valor relativo das moedas entregue aos movimentos de capital³⁴.

Na realidade, o termo “global” apareceu originalmente nas grandes escolas de administração de empresas estadunidense nos anos oitenta, sendo popularizado através dos livros e artigos de consultores de estratégia e marketing. De fato, existe bastante polêmica sobre o significado de globalização. Contudo, podemos resumir como um processo, resultado da expansão do comércio internacional e dos fluxos de capitais, concomitante ao avanço tecnológico, ocorrido com grande intensidade a partir dos anos oitenta (Berzoza, 2007; Carvalho e Silva, 2004; Lacerda, 2002; Sotelo, 2003)³⁵. A globalização possui várias vertentes e muita divergência teórica. No entanto, existe um consenso na literatura de que representa enormes desafios, redefinindo o papel do Estado, com a emergência das empresas multinacionais que passam a serem os agentes mais influentes do processo (Lacerda, 2002).

O processo de globalização financeira é neste sentido conduzido por três fatores interligados: a) acúmulo de um volume crescente de riqueza monetária e financeira, na forma de ativos com diferentes graus de liquidez e designados em diferentes moedas; b) mobilidade crescente dos ativos, propiciada pelo desenvolvimento da informática e das telecomunicações; c) pelo regime de taxas de câmbio flutuantes, que produzem oportunidades extraordinárias de ganhos especulativos (Corazza, 2003).

Certamente, a globalização pressupõe um grau de mundialização da atividade econômica no que se refere ao comércio internacional, às finanças internacionais, a mobilidade dos investimentos, a difusão tecnológica, que

³⁴ As taxas de câmbio tornaram-se flutuantes não por decisões políticas em si mesmas, mas porque os governos não eram mais capazes de controlar os movimentos do capital privado (Moffitt, 1984).

³⁵ Existem também divergências quanto ao início do processo de globalização. Alguns autores mencionam a crise econômica da década de setenta, outros adotam como referência o início da década de oitenta, ocasião de grandes avanços na área de informática e nas telecomunicações. Há ainda os que sustentam que a globalização teve início no final da década de oitenta, com a queda das barreiras comerciais (Carvalho e Silva, 2004).

realmente superam qualquer precedente histórico. Há ainda quem prefira perceber a globalização como um estágio superior da internacionalização, conceito que se usa indiscriminadamente para tratar de fenômenos envolvendo investimento externo, tecnologia, estruturas de mercado, organização da produção, etc.

Não existe consenso na literatura a respeito do conceito autêntico de globalização. Wallerstein (1987), por exemplo, trabalha a globalização com a idéia de sistema mundial moderno, que é conceituado como a economia capitalista mundial. Chesnais (1995), por exemplo, considera mais adequado denominar o fenômeno da globalização de “mundialização do capital”, pois representa o próprio regime de acumulação do capital, e explica que o conteúdo efetivo da globalização é dado não pela mundialização das trocas, mas pela mundialização das operações do capital, tanto em suas formas predominantemente industriais quanto financeiras³⁶. Por outro lado, Tavares e Melin (1997) sustentam a idéia de que a globalização financeira resulta de políticas de globalização, parte integrante da estratégia de retomada da hegemonia estadunidense, posta em xeque durante a crise da década de setenta. Mais concretamente, segundo estes autores, a globalização financeira estaria associada à “política do dólar-forte”.

A globalização financeira pode ser caracterizada, portanto, como um novo patamar do capitalismo no qual é eliminado gradativamente todo tipo de restrições à mobilidade de capitais e no qual se manifesta o crescente predomínio do capital financeiro internacional sobre o capital produtivo³⁷. Neste contexto, o processo de liberalização e desregulamentação dos mercados financeiros produzidos pela globalização da economia mundial, especialmente durante os anos oitenta e noventa, impulsionou o desenvolvimento dos

³⁶ Consultar, também, Beiras (2003) para uma reflexão crítica sobre o atual processo de mundialização da economia.

³⁷ Ressalta-se que o capitalismo neoliberal e o predomínio das finanças internacionais serão os desafios mais característicos desta fase, que vem também acompanhada por uma intensificação do comércio e dos investimentos financeiros, como resultado da progressiva liberalização que se materializa em todos os setores da economia (Berzoza, 2007).

mercados financeiros globais bem como a internacionalização e a mundialização do capital financeiro.

Dessa forma, a impressionante eclosão dos mercados financeiros internacionais permitiu o surgimento de um novo contexto financeiro internacional, formado por um conjunto de sistemas financeiros nacionais interconectados e fortemente hierarquizados entre si, permitindo qualificar a situação da economia mundial atual com o sobrenome de “finanças”. Este novo regime de funcionamento tem sido classificado como “regime de crescimento dirigido pelas finanças” (Boyer, 2000), “economia mundial financiarizada” (Epstein, 2005), “regime de acumulação financializado” (Chesnais, 2001), “capitalismo de ações” (Plihon, 2004) ou “capitalismo financeiro” (Batsch, 2002), sendo este último também usado por Aglietta e Reberioux (2004). Portanto, todas estas visões evidenciam, apesar dos distintos pontos de vista, o papel preponderante das finanças na determinação do comportamento dos agentes e das principais variáveis macroeconômicas dos países.

Este quadro de crescente integração financeira, dentro deste novo contexto financeiro global, coloca algumas questões referentes à capacidade dos países, em desenvolver políticas econômicas autônomas, ao papel dos especuladores, à natureza das crises financeiras, às possibilidades de se diminuir a vulnerabilidade dos países às crises, aos fatores determinantes da crise, entre outras. Um ponto que nos chama atenção, no período recente, é o grande número de episódios de crises financeiras, cujos fenômenos tem sido recorrentes em diversas ocasiões, atingindo um número cada vez mais expressivo de países. A possibilidade das crises conjuntas, isto é, da crise cambial gerar uma crise financeira ou vice-versa, pode ser decorrência dos processos de desregulação bancária, ampliando a exposição dos bancos ao risco, e da liberalização financeira em relação aos fluxos de capitais que permite a transmissão de uma crise para outra, o chamado efeito contágio em que os efeitos da crise originada em um país se transmitem para outros países (Gremaud *et.al.*, 2006).

Todo este quadro serve para expor como, em um contexto de globalização financeira, amplia-se a vulnerabilidade dos países frente às crises cambiais e financeiras. Sobre esta perspectiva, retoma-se a necessidade de se pensar em um quadro institucional internacional diverso que seja capaz de regular este conjunto de transações. Ou seja, surge uma série de questões para refletir. É interessante manter a perfeita mobilidade dos fluxos de capital entre os países ou deve-se impor um custo de transação, como por exemplo, a Taxa Tobin³⁸ para tentar estabilizar os fluxos? Qual o papel que deveria desempenhar os organismos internacionais (Banco Mundial, FMI, OMC) e os bancos centrais para evitar crises sucessivas? Como se deve ser articulado o desenho do novo sistema monetário internacional?

Recentemente, em decorrência das crises consecutivas dos países periféricos nos anos noventa, surgiu uma série de recomendações para reformas do sistema monetário internacional. Nesta linha, Bello (1999) propõe uma classificação destas recomendações em três grandes grupos: a) as conservadoras; b) as keynesianas que defendem o retorno ao Sistema Bretton Woods; e c) as que sugerem mudanças no modelo de desenvolvimento.

O primeiro grupo, na classificação do autor, defendida pela maioria dos Governos das principais economias, entende que não existe nenhum problema fundamental na atual arquitetura do SMI, mas apenas no seu mau funcionamento. Neste sentido, sugere medidas visando aumentar a transparência na gestão de instituições financeiras; a criação de leis mais seguras para evitar o risco moral³⁹; o uso de regulações prudenciais do BIS; uma maior entrada de capitais nos mercados, não somente para recapitalizar bancos em dificuldades, como também para promover a incorporação do sistema financeiro local aos bancos internacionais; e uma expansão dos poderes do FMI, no sentido

³⁸ A Taxa Tobin sugerida pelo economista estadunidense James Tobin é um imposto aplicado sobre os capitais financeiros internacionais, que depende do prazo de permanência no país, ou seja, quanto maior o prazo, menor a taxa.

³⁹ O conceito de risco moral (*moral hazard*, em inglês) se refere à possibilidade de que um agente econômico mude seu comportamento de acordo com os diferentes contextos nos quais ocorre uma transação econômica. Portanto, o risco moral é relacionado à informação assimétrica, uma situação na qual uma parte na transação possui mais informações que a outra.

de maior supervisão nas políticas internas em relação aos países sujeitos a ataques especulativos com a criação de novas linhas de créditos direcionadas a estes países. Nesta concepção não existem problemas com os fluxos livres de capitais voláteis. Pelo contrário, a liberalização financeira é entendida como uma forma de permitir o fluxo de poupança necessário para dar impulso ao desenvolvimento.

O segundo grupo parte da premissa de que a globalização financeira está gerando mais instabilidade e, por consequência, queda nas taxas de crescimento econômico e maior desigualdade social. Algumas propostas poderiam ser qualificadas como um “retorno ao Sistema Bretton Woods”, com restrições a livre mobilidade do fluxo de capitais, enquanto que outras vão mais além, visando à criação de um “keynesianismo global”. Os organismos internacionais deveriam ser reformados, com menos doutrinamento neoliberal e com mais compromisso com o desenvolvimento. Destarte, ao invés de estabelecer um modelo comum de comércio e investimentos, seriam necessários instrumentos de coordenação e regulação internacional. Alternativamente, poderia ser concebido um novo arranjo institucional de cooperação monetária, com a criação de um banco central mundial e de uma moeda internacional, de acordo com as propostas originais de Keynes em Bretton Woods. Ademais, deveriam ser adotadas medidas como a eliminação ou a imposição de maiores controles sobre os paraísos fiscais, normas mais rígidas de prudência e supervisão sobre o sistema financeiro, e diminuição do risco moral com a imposição de custos aos agentes, responsabilizando-os via seu envolvimento direto no financiamento dos prejuízos causados por crises financeiras a países.

O terceiro grupo, segundo a categorização de Bello (1999), parte da hipótese de que o menor crescimento econômico e o maior desemprego não seriam apenas consequências da instabilidade gerada pela liberalização dos fluxos financeiros. Uma razão estaria no processo de sobreacumulação que, ao gerar menores retornos sobre o capital produtivo, teria induzido uma expansão

das atividades especulativas, na tentativa de extrair valor já criado⁴⁰. A globalização financeira geraria assim maior volatilidade. Esta visão é cética em relação à possibilidade de reforma dos organismos internacionais, devido à sua doutrina fundamentalista e à hegemonia estadunidense sobre aqueles organismos. Também existe ceticismo sobre a possibilidade de se conferir maior controles sobre o fluxo do capital, em razão da força dos interesses financeiros e da ideologia neoliberal. Além disso, o controle do fluxo do capital é entendido como condição necessária, mas não suficiente, em virtude de que o problema não estaria simplesmente na sua volatilidade, mas na forma como este capital global se institucionalizou nas economias domésticas. Nesta estratégia, o mercado doméstico deveria ser definido como principal “locomotiva” de crescimento, evitando-se a excessiva dependência e volatilidade dos mercados externos. Como medidas de controle sobre o fluxo do capital deveriam ser retomadas uma maior independência das políticas econômicas internas, de forma que o investimento seja financiado principalmente com poupanças domésticas, o que implica um sistema tributário mais progressivo. Isto ofereceria maior independência em relação ao capital externo e uma melhor distribuição de renda, que acompanharia o maior crescimento.

Em síntese, utilizando a argumentação de Corazza (1997; 2003), seria impróprio afirmar que a globalização financeira promoveu do ponto de vista monetário, uma nova ordem financeira internacional ao longo das últimas décadas, tendo em conta que se caracteriza, antes de tudo, como um período de desordem determinado por crises financeiras recorrentes e baixo crescimento econômico. Avaliações sobre o desempenho econômico dos países, desde o padrão do ouro clássico ao período da globalização financeira, sugerem que a fase da “idade de ouro”, que coincide com a vigência do acordo de Bretton Woods, foi distinguida por uma combinação de elevadas taxas de crescimento

⁴⁰ Com os baixos lucros, devido à demasiada capacidade instalada dos investimentos, grandes excedentes de fundos circulavam, ou eram investidos e reinvestidos no setor financeiro, ou seja, o setor financeiro alimentava-se a si próprio (Bello, 2009).

econômico e reduzidas taxas de desemprego e inflação (Bordo, 1993; Maddison, 2001; Cunha, 2009)⁴¹.

Historicamente, os fatos revelam que a expansão internacional do capitalismo se efetuou dentro de um contexto de alguma ordem internacional, primeiramente com as regras do padrão ouro clássico e, posteriormente, com as regras de Bretton Woods e do padrão dólar-ouro. Com a crise do Sistema Bretton Woods, instaurou-se a globalização financeira, que pretende se afirmar como uma nova ordem internacional. Contudo, a idéia construída do capitalismo *laissez-faire* não é realizável, tendo em conta que a ação direta do Estado e a regulação dos mercados financeiros são fatores essenciais para o desenvolvimento econômico e social.

Em continuação, serão abordadas as características do setor financeiro das últimas décadas com o objetivo de traçar um panorama mais detalhado do contexto financeiro global pré-crise.

1.5. CARACTERÍSTICAS DO NOVO CONTEXTO FINANCEIRO GLOBAL

A crise de rentabilidade na esfera produtiva registrada pela economia mundial, entre os finais dos anos sessenta e início dos anos setenta, desencadeou um amplo processo de liberalização e desregulamentação, que impulsionou o desenvolvimento dos mercados financeiros internacionais e uma crescente financialização da atividade econômica e empresarial.

Durante os anos oitenta e noventa os governos de quase todos os países vão estabelecendo o fim das regulamentações sobre o crédito, a liberalização

⁴¹ Durante o período 1950-1973, o PIB per capita global cresceu em média 2,9% ao ano, mais do que o dobro dos 1,3% de crescimento nos períodos 1870-1913 e 1973-1998. Quanto ao desemprego, a taxa média na Europa Ocidental foi de 2,6% entre 1950-1973, passando para a média de 6% nos anos setenta, 9% nos anos oitenta, alcançando 11% no período 1994-1998. Na América do Norte e no Japão também houve uma aceleração do desemprego no mesmo período. A inflação média manteve-se entre 3% e 5% nos países desenvolvidos no período do Acordo, aumentando nos anos setenta e reduzindo nas décadas seguintes para taxas de 2% nas economias avançadas. Este desempenho superior também pode ser verificado em um recorte regional, se tomarmos o caso das economias latino-americanas, e mesmo entre as asiáticas, que também experimentaram um *boom* no final do século XX (Maddison, 2001).

dos movimentos internacionais de capitais e a desregulamentação dos mercados de ações. Observa-se também um crescimento notável dos mercados de títulos da dívida pública, de divisas, de obrigações e de produtos financeiros derivativos. Além disso, os chamados países emergentes se incorporam a dinâmica mundial das finanças, constituindo em novos espaços para o capital financeiro internacional.

Contrariamente ao período keynesiano⁴², em que as finanças eram aceitas como uma atividade subordinada às necessidades da atividade produtiva se registra um crescimento significativo do “negócio financeiro”, durante as últimas décadas, que vai paulatinamente se desconectando da dinâmica da atividade produtiva. Neste contexto, para referir-se a esta nova e crescente importância fase das finanças Epstein aborda o conceito de financialização:

“Financialization refers to the increasing importance of financial markets, financial motives, financial institutions, and financial elites in the operation of the economy and its governing institutions, both at the national and international level” (Epstein, p. 1).

Financialização também pode ser entendida como:

“... Financiarización es entendida como primacía de las relaciones financieras en la dinámica de funcionamiento macroeconómico y en las prioridades de los agentes, empresas, hogares y administraciones públicas, así como el poder de los inversores financieros en el interior de las organizaciones productivas” (Medialdea e Álvarez, 2008, p.13).

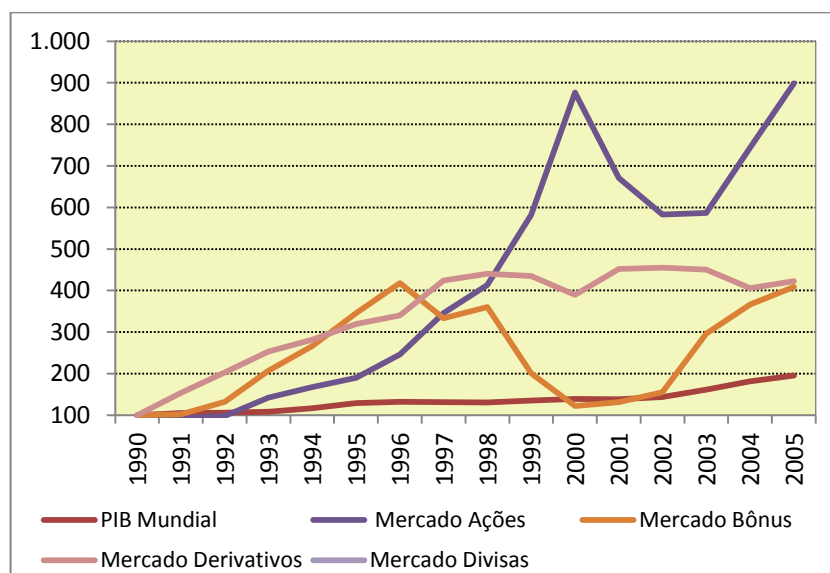
O estudo de Medialdea e Álvarez (2008) parte da hipótese de que os problemas de rentabilidade das empresas, registrados durante a década de setenta, desencadearam um amplo processo de liberalização e desregulamentação a partir dos anos oitenta, proporcionando uma financialização crescente da atividade econômica e empresarial. São

⁴² A concepção do Keynesianismo se deve a um dos mais influentes economistas ingleses do século XX: John Maynard Keynes quem foi evoluindo gradualmente seu pensamento econômico até chegar a sua conhecida obra “Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda” publicada em 1936, onde tratou de explicar uma doutrina intermediária entre o capitalismo extremo e o comunismo, oferecendo uma solução “equilibrada”, entre ambos, como paliativo dos problemas econômicos presentes naquele período (Beceiro, 2002).

apresentadas algumas características atribuídas ao novo contexto financeiro surgido:

- 1) Crescimento substancial do volume de transações nos mercados financeiros internacionais, entre 1990 e 2005, de onde se pode observar que, enquanto o PIB mundial a preços correntes se duplicou nesse período, o volume de transações no mercado de divisas mais que triplicou, o de dívida pública e de derivativos se quadruplicou e o de ações ficou nove vezes maior (gráfico 1);

Gráfico 1. Volume de transações nos mercados internacionais, 1990-2005



Fonte: Medialdea e Álvarez (2008). Nota: 1990 = 100.

- 2) Acumulação dos ativos financeiros que apresenta um caráter fictício, tendo em vista que o crescimento expressivo dos fluxos dos mercados financeiros excedeu significativamente o valor das variáveis econômicas fundamentais⁴³ que expressam a riqueza real produzida. Os autores citam, como exemplo, o volume diário das transações negociadas no mercado de divisas que era, em 2006, bem superior ao valor diário das principais variáveis da economia real⁴⁴. As bolsas de valores também experimentaram crescimentos bem superiores a atividade produtiva real,

⁴³ PIB, os investimentos empresariais, o comércio internacional ou o nível de reservas mundiais.

⁴⁴ 15 vezes superior ao PIB mundial, 60 vezes superior ao comércio mundial e 800 vezes a mais que os investimentos estrangeiros diretos internacionais.

que crescia em torno de 3-4% entre 2002 e 2007, enquanto que as bolsas experimentavam crescimentos de 15-25% anuais no mesmo período (Álvarez e Medialdea, 2009);

- 3) Crescente debilidade dos sistemas de regulação e supervisão financeira, fruto dos rápidos processos de abertura externa, desregulação e liberalização dos mercados financeiros nacionais e internacionais; e
- 4) Crescentes imperfeições dos mercados financeiros decorrentes de assimetrias de informação entre credores e devedores, contribuindo para justificar a existência de problemas de contágio, comportamentos de rebanho entre os investidores, bem como uma série de incertezas para a estabilidade dos mercados internacionais.

Por sua vez, o novo contexto financeiro internacional introduz importantes novidades na dinâmica econômica que repercutem sobre a tomada de decisões empresariais, de onde se destacam: a) a natureza de financialização captada por empresas, domicílios e administrações públicas passa a ser altamente líquida baseada na lógica de obtenção de rendimentos de curto prazo, contribuindo para um grau de elevadíssima volatilidade; b) o surgimento de um novo modelo de gestão empresarial modificando as estratégias das sociedades.

Diante desse novo cenário, Medialdea e Álvarez (2008) examinam o surgimento das instituições investidoras que são formadas fundamentalmente por três categorias de agentes: fundos de pensão, fundos de investimentos e companhias de seguros. Destacam, por exemplo, a importância do papel desempenhado pelas instituições investidoras na economia mundial que está atrelada ao imenso volume de ativos gerenciados por essas entidades.

Conforme observado a seguir há uma expressiva evolução dos ativos financeiros próprios gerenciados pelas instituições investidoras no período entre 1985 e 2004 (ver tabela 1). Além disso, constata-se que aproximadamente metade dos ativos em 2004 (US\$ 43,2 bilhões) estava concentrada nos EUA (49,5%), seguido do Japão (12,9%) e do Reino Unido (9,1%) (tabela 2). Ademais,

existem ocasiões em que o volume de ativos gerenciados pelas instituições investidoras atinge montantes que ultrapassam o PIB dos países (tabela 3).

Tabela 1. Ativos financeiros dos investidores institucionais

	1985	%	1995	%	2004	%
Fundos de Pensões	2.060.955	39%	6.674.414	28%	12.148.990	28%
Companhias de Seguros	1.679.633	32%	9.097.587	39%	14.360.641	33%
Fundos de Investimentos	726.398	14%	5.463.285	23%	15.254.449	35%
Outros	754.070	14%	2.196.543	9%	1.279.883	3%
Total	5.221.056	100%	23.431.829	100%	43.182.352	100%

Fonte: Medialdea e Álvarez (2008) com adaptações a partir de dados da OECD.

Nota: Valores em milhões de US\$.

Tabela 2. Investidores institucionais, 2004

País	Companhias Seguro	Fundos de Pensões	Fundos de Investimentos	Outros	2004	%
EUA	36,9	66,1	51,1	19,2	21.364.354	49,5
Japão	14,6	7,4	15,4	16,8	5.563.341	12,9
Reino Unido	13,4	11,6	4,0	-	3.936.640	9,1
França	10,2	-	9,2	-	2.874.042	6,7
Alemanha	6,5	-	7,3	-	2.047.826	4,7
Holanda	2,5	5,2	0,6	0,8	1.091.689	2,5
Canadá	2,2	3,8	2,3	-	1.129.236	2,6
Itália	3,4	0,2	2,9	43,6	1.504.510	3,5
Outros	10,3	5,7	7,2	19,6	3.668.709	8,5
Total (%)	100,0	100,0	100,0	-		
Total US\$ (mm)	14.360.641	12.148.990	15.254.449	1.279.883	43.182.352	100

Fonte: Medialdea e Álvarez (2008) a partir de dados da OECD.

Tabela 3. Ativos financeiros dos investidores institucionais (% do PIB)

País	1981	1985	1990	1995	2000	2001	2004
EUA	70,5	93,7	114,2	153,0	199,9	191,1	182,9
Japão			116,5	151,8	132,2	107,5	146,9
Reino Unido	48,8	68,8	118,7	157,3	200,2	171,6	209,3
França	10,7	22,6	63,3	98,6	110,3	102,2	156,4
Alemanha	18,7	21,0	41,8	61,7	71,7	68,2	86,8
Holanda	77,9	83,9	141,2	191,3	177,5	154,5	215,1
Canadá	35,4	38,8	63,2	76,1	93,9	88,6	112,6
Itália			14,8	30,3	73,4	67,7	93,4
Total OECD	34,4	44,1	83,0	113,5	138,4	128,3	137,8

Fonte: Medialdea e Álvarez (2008) a partir de dados da OECD.

Outro aspecto de certa importância, apontada por Batsch (2002), é que as instituições investidoras operam nos mercados financeiros com três objetivos: a) obter a maior rentabilidade viável; b) manter o maior grau de liquidez possível sobre seus ativos; e c) diversificar o risco de seus investimentos tanto de forma setorial como geográfica.

Por sua parte, a presença maciça das instituições investidoras no capital das principais empresas tem dado lugar a uma profunda alteração no contexto em que se desenvolve a gestão empresarial. Se há produzido um conjunto de critérios de gestão próprios chamado de “*corporate governance*”. Tais critérios respondem fundamentados num modelo de gestão empresarial do tipo “*stakeholder*”⁴⁵, baseado no controle interno da empresa por parte do conselho de administração e dos diretores, a um do tipo “*shareholder*”⁴⁶, baseado no controle externo exercido pelos mercados financeiros liberalizados.

A partir desse controle externo da empresa, as instituições investidoras têm dois objetivos: a) por um lado reduzir ao máximo as assimetrias de informação que beneficiam a direção interna da empresa; b) em segundo lugar e subordinado ao objetivo anterior que a direção da empresa encaminhe todas as suas ações visando à maximização do valor acionário do capital investido. Em definitiva, a empresa é considerada como um ativo onde se deve maximizar seu valor por cima de qualquer outro objetivo.

Deste modo, os mercados internacionais de capitais impõem as empresas, objetivos de maximização do valor acionário criado, de forma que as empresas tratem de “bater” o mercado e se transformem em empresas líderes dentro dos seus respectivos setores de atuação. Outro aspecto, é que o objetivo da rentabilidade econômica da empresa fica subordinado ao da rentabilidade financeira, expressão do processo de financialização (Medialdea e Álvarez, 2008).

⁴⁵ O termo stakeholder é usado para se referir a qualquer pessoa ou entidade que afeta ou é afetada pelas atividades de uma empresa.

⁴⁶ Por sua vez, o termo shareholder é utilizado para designar todos aqueles que possuem parte da empresa ou da organização.

Não há dúvidas, destarte, que estamos diante de um processo de ampliação da financialização da atividade econômica. Neste contexto, uma questão que surge de imediato: quais seriam os impactos da financialização na economia? Dentro desta perspectiva, Palley (2007) avalia os principais efeitos da financialização no funcionamento dos sistemas econômicos. Em sua argumentação, tais efeitos estariam associados ao aumento da importância do setor financeiro em relação ao setor real, às transferências dos ganhos do setor real para o financeiro e estariam também contribuindo para o aumento da desigualdade de renda e para a estagnação salarial. Adicionalmente, o autor apresenta grandes reservas quanto à sustentabilidade do processo de financialização, já que são oferecidas razões que permitem acreditar que a financialização pode colocar a economia em risco de uma recessão prolongada.

De acordo com esta visão, as mudanças na arquitetura macroeconômica e no processo de distribuição de renda são atribuídas, em parte, ao desenvolvimento do setor financeiro. O desenvolvimento do setor diminuiu as restrições ao crédito, aumentando o peso do setor financeiro sobre o setor não financeiro, majorando a margem de empréstimos das famílias e, proporcionando mudanças nos comportamentos das empresas não financeiras (Palley, 2007).

Em defesa à financialização, a teoria econômica convencional sustenta a hipótese que a expansão dos mercados financeiros aumenta a eficiência econômica. Neste sentido, a teoria convencional tende a descartar os problemas decorrentes da especulação financeira utilizando o argumento de Friedman (1953) de que a especulação se estabiliza. De acordo com Friedman os preços de mercado são atribuídos em razão dos fundamentos econômicos. Quando os preços divergem desses fundamentos criam uma oportunidade aos especuladores para negociar, trazendo os preços ao nível estabelecido pelos fundamentos. Ampliando a quantidade de agentes e o volume de negócios, aumenta a liquidez do mercado e os preços são menos suscetíveis a oscilações aleatórias ou a manipulações por determinados participantes.

Por outro lado, a teoria de expectativas racionais de Flood e Graber (1980) pressupõe de que os participantes do mercado podem participar de bolhas especulativas se as expectativas são de aumentos de preços. De Long *et. al.* (1990) argumenta, entretanto, que os especuladores que negociam em situações de ruídos podem gerar ineficiências no mercado se outros operadores são contrários ao risco.

Delimitando ao caso estadunidense, há um aumento significativo do volume de débito como resultado do processo de financialização. Conforme observado, constata-se uma excepcional evolução do débito do mercado de crédito, no período entre 1973 e 2007⁴⁷, que cresceu de 157% para 361% do PIB (tabela 4; gráfico 2). Além disso, observa-se um aumento da participação relativa do passivo do setor financeiro em relação ao passivo total no mesmo período (ver tabela 4, coluna 6).

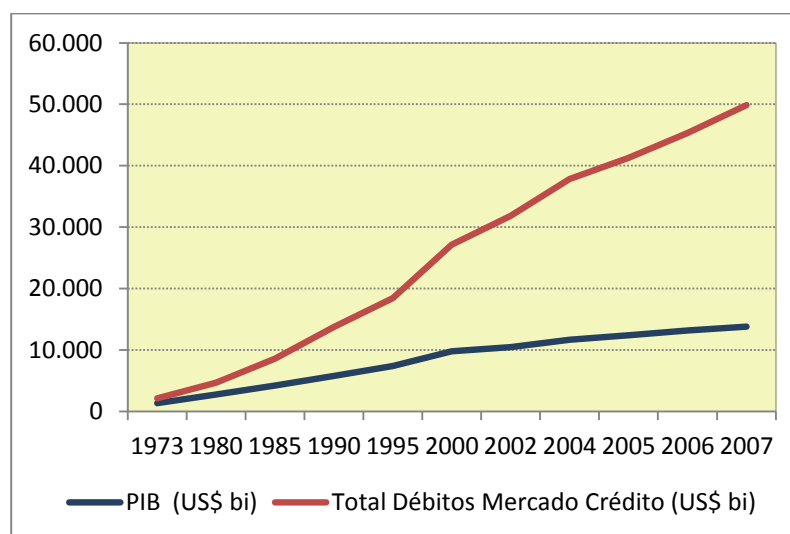
Tabela 4. Resultados dos débitos do mercado de crédito dos EUA

	PIB (U\$bi)	Total débito mercado crédito (U\$bi)	Mercado crédito / PIB	Débito setor financeiro (U\$bi)	Débito setor financeiro / Total débito	Débito setor não financeiro / Total débito
1973	1.382,7	2.172,7	157,1%	209,8	9,7%	90,3%
1980	2.789,5	4.725,1	169,4%	578,1	12,2%	87,8%
1985	4.220,3	8.623,0	204,3%	1.257,3	14,6%	85,4%
1990	5.803,1	13.768,7	237,3%	2.613,6	19,0%	81,0%
1995	7.397,7	18.475,2	249,7%	4.233,5	22,9%	77,1%
2000	9.817,0	27.156,8	276,6%	8.158,2	30,0%	70,0%
2002	10.469,6	31.842,8	304,1%	10.037,8	31,5%	68,5%
2004	11.685,9	37.808,4	323,5%	11.920,5	31,5%	68,5%
2005	12.421,9	41.269,3	332,2%	12.980,1	31,5%	68,5%
2006	13.178,4	45.324,7	343,9%	14.278,6	31,5%	68,5%
2007	13.807,5	49.865,7	361,1%	16.176,5	32,4%	67,6%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do *Economic Report of the President; Board of Governors of the FED - Flow of Funds Accounts*.

⁴⁷ A partir das fontes de dados originais, ampliamos até 2007 a série de dados de Palley (2007).

Gráfico 2. Evolução do PIB x mercado de crédito dos EUA



Fonte: Elaboração com dados do Economic Report of the President; Board of Governors of the FED - Flow of Funds Accounts.

Em continuação, apresentamos a evolução do resultado do setor financeiro comparativamente ao do setor não financeiro que representava, em 1973, 25,7% do resultado, evoluindo até atingir um pico de 82,8% em 2002, para depois reduzir a 43,2% em 2007 (tabela 5). Esta evolução contribuiu para aumentar sobremaneira os resultados globais, expressas em relação ao PIB estadunidense, que saíram de 7,3% em 1973 até alcançar 10,8% em 2007.

Tabela 5. Resultados dos setores financeiros x não financeiro dos EUA

	PIB (US\$bi)	Resultado setor financeiro (US\$bi)	Resultado setor não financeiro (US\$bi)	Setor financeiro / Setor não financeiro	Resultado total / PIB
1973	1.382,7	20,5	79,9	0,257	7,3%
1980	2.789,5	34,0	141,9	0,240	6,3%
1985	4.220,3	45,9	173,5	0,265	5,2%
1990	5.803,1	94,4	226,1	0,418	5,5%
1995	7.397,7	162,2	401,0	0,404	7,6%
2000	9.817,0	200,2	413,4	0,484	6,3%
2002	10.469,6	276,4	334	0,828	5,8%
2004	11.685,9	348,9	619,3	0,563	8,3%
2005	12.421,9	425,3	918,1	0,463	10,8%
2006	13.178,4	478,8	1087,9	0,440	11,9%
2007	13.807,5	449,9	1040,6	0,432	10,8%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economic Report of the President.

No que se refere ao crescimento econômico, Palley (2007) assegura que a era da financialização tem sido associada a um período de crescimento econômico moderado. A tabela 6 exhibe o crescimento da renda per capita nos países mais industrializados durante o período 1960-2004. Em quase todos os países, com exceção ao Reino Unido, a média anual do crescimento caiu durante a era da financialização (1979-2004). Além disso, o crescimento econômico sugere uma tendência a diminuição, ou seja, o crescimento na década de oitenta é maior do que o crescimento na década de noventa que, por sua vez, é maior do que na década atual.

Tabela 6. Taxa de Crescimento Anual Per Capita, 1960-2004

País	Taxas de crescimento anual (%)				
	1960-1974	1979-2004	1979-1989	1989-2000	2000-2004
EUA	2,2%	1,9%	2,1%	1,9%	1,3%
Japão	6,6%	2,0%	3,1%	1,5%	0,8%
Alemanha	3,3%	1,7%	1,8%	2,0%	0,6%
França	3,4%	1,6%	1,9%	1,7%	1,0%
Itália	5,0%	1,7%	2,3%	1,5%	0,7%
Reino Unido	1,7%	2,1%	2,2%	2,0%	2,1%
Canadá	3,0%	1,6%	1,7%	1,6%	1,4%

Fonte: Palley (2007).

De acordo com a concepção do autor, a financialização atua em três diferentes vias promovendo: a) modificações na estrutura e nas operações dos mercados financeiros; b) mudanças nos comportamentos das corporações não financeiras; c) transformações na conduta da política econômica. Embora distintas, as vias estão interligadas o que significa, em outras palavras, que a conduta da política econômica afeta a estrutura dos mercados financeiros e atua nas mudanças nos comportamentos das corporações. Por sua vez, os comportamentos das corporações influenciam a conduta da política econômica e vice-versa.

Contrariamente oposto aos efeitos provocados pela financialização, Palley propõe uma agenda que: a) restabeleça o controle da política econômica sobre os mercados financeiros; b) questione os paradigmas econômicos

neoliberais fortificados pela financialização; c) torne as corporações abertas aos interesses dos stakeholders do que somente aos interesses dos shareholders; e d) reforme o processo político de forma a diminuir a influência das corporações e das elites dominantes.

Diante das mudanças sucedidas durante as últimas décadas no cenário financeiro mundial, o estudo de Dore (2008) avalia que a financialização é um processo bastante difícil de ser revertido. O autor sustenta o argumento de que o termo “financialização” tem a mesma concepção do vocábulo “globalização”, tendo em conta que ambas as expressões estão associadas as mudanças nas economias do mundo industrializado, estando interconectadas com a distribuição de poder, riqueza, renda, etc.

Outro aspecto de certa importância, abordado por Dore é a crítica a definição de financialização sugerida por Epstein (2001) por ter sido básica não contemplando as mudanças ocorridas nas últimas décadas. As mudanças são agrupadas pelo autor em quatro temáticas onde descreve discutindo as consequências sociais de cada uma delas. As quatro temáticas sugeridas são:

- a) Atividade lucrativa: o autor faz avaliação dos ganhos obtidos pelas corporações financeiras nas últimas décadas e conclui que estes ganhos foram aumentados consideravelmente⁴⁸;
- b) A dimensão do mercado financeiro: aborda o aumento da complexidade das atividades financeiras intermediárias - que de acordo com sua visão são extremamente especulativas – entre poupadores e detentores do capital na economia real;
- c) *Property rights e corporate governance*: através do aumento desenfreado de transações financeiras, o autor discorre como a indústria financeira lucra à custa de outras empresas. Além disso, afirma que a indústria financeira também lucra através do exercício do direito de propriedade

⁴⁸ Segundo Dore, o crescimento anual dos lucros das empresas financeiras dos EUA atingiu um patamar surpreendente de 16,7% entre 2000 e 2006, quando comparado com 9,4% entre 1990 e 1996.

conferida legalmente aos donos do capital através de sistemas de governança corporativa;

- d) *Equity culture*: através de uma retrospectiva histórica, acredita que o conceito de cultura igualitária é procedente das ações do governo de Regan e Thatcher com a idéia de harmonizar o mundo ao capitalismo.

O estudo ainda aborda em detalhes as principais consequências sociais resultantes do processo de financialização: a) desigualdade na distribuição de renda e de riqueza; b) falta de segurança; c) distribuição inapropriada de talentos; e d) o processo de despersonalização e de desintermediação das atividades financeiras. Não obstante os argumentos favoráveis de que o mundo necessita de financialização, Dore (2008) se opõe firmemente ao processo, uma vez que no seu entendimento tem consequências mais negativas do que positivas ao mundo econômico.

A teoria econômica convencional defende que um sistema financeiro cumpra com sua função se levar a cabo uma alocação ótima de capital; ou seja, fazendo com que o conjunto de decisões de poupança e investimento seja compatível, facilitando as transações entre poupadores e devedores. Sobre esta perspectiva, o desenvolvimento da globalização financeira, que se observou a partir dos anos oitenta, proporcionaria uma redução significativa do custo do capital e uma maior facilidade de acesso por parte das empresas e, como resultado, mais investimentos. Dito de outra forma se pressupõe que a globalização financeira colocaria o sistema financeiro a serviço da produção, ou melhor, a serviço da economia real.

Considerando as argumentações apresentadas, o que vem sendo observado, entretanto, é a economia real a serviço da economia financeira. O predomínio do setor financeiro sobre a produção, titulado de financialização apontado em dois tipos de processos: a) na forma de gestão da produção, buscando garantir ganhos expressivos no mercado de ações; e b) nas elevadas taxas de juros no mundo inteiro, que aumentam a rentabilidade do capital financeiro em desfavor do produtivo.

Quanto à forma de gestão da produção, a lógica produtiva vem sendo conduzida buscando ganhos de curto prazo para fazer jus aos recursos que circulam no mercado internacional. Com a liberalização, os fluxos de capitais ampliaram a possibilidade de migrar de um lugar a outro, dentro de uma lógica de maximização de portfólio permanentemente avaliado. Deste modo, a concorrência aumentada com a liberalização vem forçando as empresas não financeiras a se adequar aos objetivos desses proprietários de recursos, o que exige que suas ações estejam sempre se valorizando (Mollo e Amado, 2006).

Expresso em outras palavras, as empresas não financeiras buscam valorizações sistemáticas das ações, estimulando estratégias nem sempre adequadas ao funcionamento dos negócios em longo prazo. Tais estratégias em meio à concorrência acirrada com a liberalização e a queda das taxas de crescimento da demanda levam à redução salarial e à aplicação de recursos em operações puramente financeiras para aumentar a rentabilidade. Daí o crescimento dos ganhos das instituições financeiras, relativamente aos das empresas não financeiras (Duménil e Lévy, 2005; Crotty, 2005).

Quanto às taxas de juros elevadas, a experiência dos últimos trinta anos vem demonstrando diferenças significativas quando comparada com os anos posteriores a Segunda Guerra Mundial. Este predomínio do pagamento de juros sobre o dos lucros, por um lado, explica as quedas das taxas de crescimento econômico e a redução dos custos salariais como forma de compensar o aumento dos custos financeiros, e tanto mais quanto menos organizados for os trabalhadores (Epstein, 2005).

Em síntese, estamos diante de um novo contexto internacional concebido para resolver os problemas de rentabilidade do capital. Destarte, uma das saídas encontradas foi a financialização da atividade econômica que desencadeou uma desconexão entre o crescimento da economia real quando comparado com o aumento da economia financeira. Deste modo, foi verificado um crescimento da participação do setor financeiro sobre o não financeiro, um aumento do nível de endividamento das famílias, mudanças nos comportamentos das empresas que

passaram a investir fortemente na especulação financeira, etc. Nesta linha, conforme abordado por Foster (2008), o nível de financialização da atividade ficou tão fora de controle que estamos propensos a choques cada vez mais profundos, vistos como inevitáveis:

“The bursting of two major financial bubbles in seven years in the citadel of capitalism points to a crisis of financialization, or of the progressive shift in gravity from production to finance that has characterized the economy over the last four decades” (Foster, 2008, p. 2).

No próximo capítulo iremos examinar a gênese da crise financeira, examinando em que circunstâncias este colapso desencadeou, cujo surto inicial estava ligado ao crédito hipotecário estadunidense, e de que modo se produziu sua extensão para a crise global.

CAPÍTULO 2

Gênese e evolução da crise financeira global

*"Never waste the opportunities
offered by a good crisis".*

Niccolo Machiavelli (1469-1527),
Florentine philosopher.

2.1. INTRODUÇÃO

A globalização da atividade econômica e a integração dos mercados têm multiplicado o risco de contágio de crises de natureza financeira, podendo transformar uma crise local em uma crise globalizada. Deste modo, a crise imobiliária atual procedente de uma forte expansão dos créditos hipotecários estadunidenses é um exemplo patente deste processo.

Neste contexto, este capítulo tem por objetivo desenvolver uma reflexão teórica sobre a gênese da crise, examinando as circunstâncias de onde surgiu este colapso financeiro, cujo foco inicial estava vinculado ao crédito hipotecário estadunidense e de que modo se produziu sua extensão para a atual crise financeira global.

2.2. A CRISE IMOBILIÁRIA ESTADUNIDENSE E SUA EXTENSÃO À CRISE GLOBAL

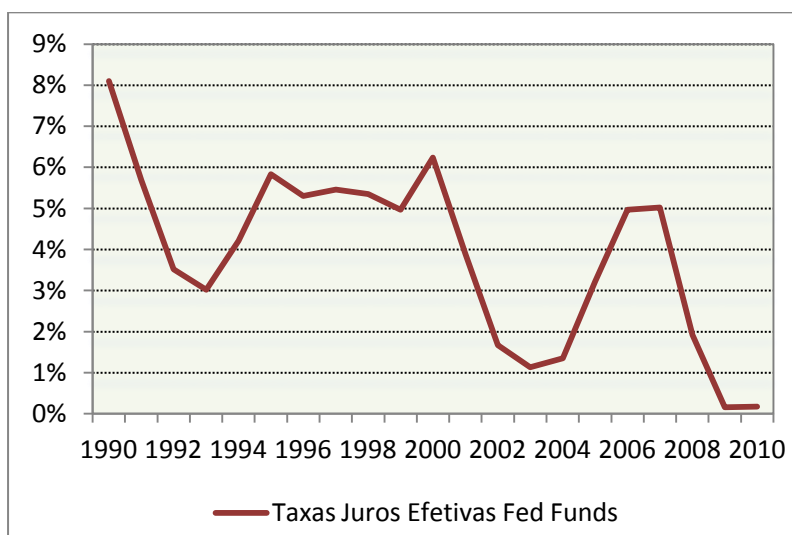
A expansão do crédito hipotecário requeria um aumento substancial da demanda, o qual implicava relaxar as condições de empréstimos a pessoas com pequena capacidade de pagamento, ainda que dispostas a aceitar juros mais elevados; tornando desta forma extraordinariamente rentáveis estas operações. Na realidade, tudo descansava na confiança de que o contínuo aumento dos preços das moradias garantiria o vantajoso crédito concedido aos hipotecados (Krugman, 2009; Roubini e Mihm 2010; Stiglitz, 2010).

Porém, o que efetivamente justificava esta bolha imobiliária? No biênio 2001-2002, a economia dos EUA atravessava um período de recessão determinada, entre outros fatores, pelos efeitos da ruptura da bolha de preços das empresas de tecnologia e, ainda, amplificada pelos eventos de 11 de setembro. A fim de evitar uma recessão mais prolongada, os gestores de política monetária iniciaram uma trajetória de caída nas taxas de juros até chegar, em meados de 2003, a um nível de 1%, sem precedentes em 45 anos, mantendo os juros neste nível por mais de um ano (gráfico 3). Adicionalmente, foram

instituídos mecanismos que facilitaram o acesso ao crédito relaxando o nível de garantias exigido para sua concessão.

Como consequência, iniciou-se um processo que tornaria cada vez mais atrativo comprar uma casa, alimentando um círculo vicioso que amplificava o aumento dos preços dos imóveis estadunidenses. Na ocasião, muitas pessoas se esqueceram dos princípios tradicionais⁴⁹, decidindo lançar-se no mercado em ascensão sem a preocupação de como iriam fazer frente aos compromissos de pagamentos futuros.

Gráfico 3. Evolução da taxa de juros nos EUA (1990-2010)



Fonte: Elaboração própria com dados do *Board of Governors of the FED*.

Aos compradores eram concedidas diversas hipotecas, sem a exigência de uma pequena entrada, sabendo que as cotas mensais estavam bem acima de suas possibilidades reais, o que tornariam inviáveis no momento de recalcular os juros baixos que haviam sido inicialmente oferecidos para atraí-los. Ademais, uma parte considerável destas práticas arriscadas pertencia ao grupo de hipotecas consideradas de alto risco (*subprime mortgages*)⁵⁰. Para Krugman este

⁴⁹ Em parte motivada pela exuberância racional de algumas famílias haja vista a contínua elevação de preços das moradias.

⁵⁰ As hipotecas *subprime* são empréstimos para aquisição de moradias em que se relaxam ou não se cumprem os critérios adotados para as hipotecas *prime*, que se cumprem todos os requisitos exigidos para a concessão de um empréstimo hipotecário. Por sua vez, as hipotecas *near prime* são aquelas cujas condições de empréstimos se situam, precisamente, entre as *subprime* e *prime*.

fenômeno era bem mais amplo alcançando compradores de rendas mais elevadas:

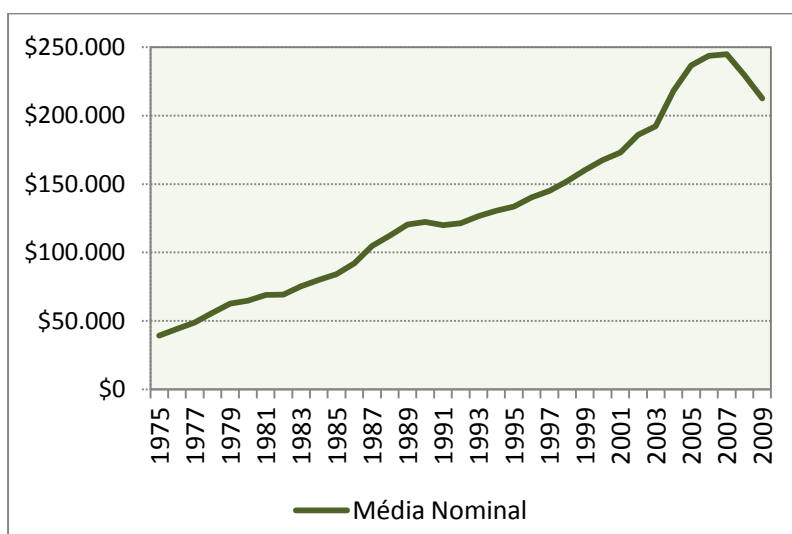
“Y ni eran solo aquellos compradores con una renta baja los que estaban estirando más el brazo que la manga, ni pertenecían únicamente a las minorías: la situación afectaba por igual a toda la sociedad” (Krugman, 2009, p. 157).

Por conseguinte, as instituições hipotecárias animaram os compradores para refinar suas hipotecas aproveitando a valorização experimentada por suas casas. Neste contexto, as instituições rebaixaram os critérios de empréstimos, introduzindo novos produtos, como hipotecas com juros ajustáveis, hipotecas que somente amortizavam juros e outras ofertas “promocionais”. Isto contribuiu para alimentar a especulação imobiliária, em um momento em que os preços dos imóveis começaram a subir a um ritmo sem precedentes; e, evidentemente, serviu para retroalimentar a especulação. Enquanto a atividade produtiva crescia entre 2002 e 2006 a taxas anuais entre 3% e 4%, os preços das moradias cresciam ao ritmo de 15% e 20% nos EUA e em diversos países da União Europeia (Álvarez e Medialdea, 2009; Krugman, 2009).

Diante de um cenário representado pela alta dos preços imobiliários estadunidenses (gráfico 4), os proprietários sentiram-se mais “ricos”, através de uma espécie de “ilusão patrimonial”. Como resultado, juntamente a expansão desenfreada do crédito, deu lugar a um *boom* consumista que sustentava a economia estadunidense durante os últimos anos.

Tanto a bolha imobiliária como a dinâmica de endividamento das famílias alcançou uma dimensão sobremaneira exagerada. Nesta espiral, as instituições canalizavam o excesso de liquidez mediante a concessão massiva de créditos, incluindo créditos hipotecários a famílias com poucos recursos e sem ativos que poderiam ser aportados como garantia. As hipotecas subprime, por exemplo, eram avalizadas pelo próprio valor das casas adquiridas, que dentro da dinâmica especulativa, não paravam de subir de preço.

Gráfico 4. Evolução dos preços das casas nos EUA, 1975-2009



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do *U.S. Census Bureau*.

Nota: Valores em dólares estadunidenses.

Não obstante os preços das moradias continuassem subindo, as combinações de taxas de juros extraordinariamente baixas com hipotecas de longo prazo resultaram em sistemas de pagamentos mensais bastante confortáveis aos hipotecados (Foster, 2008). Caso aqueles pagamentos mensais tornassem desconfortáveis, seria possível a renegociação da dívida oferecendo alternativas de forma a baixarem ainda mais seus pagamentos iniciais. Na realidade, as hipotecas com juros ajustáveis permitiam aos hipotecados pagarem nos primeiros anos cotas com taxas de juros muito baixas, que seriam “ajustadas” após aquele período. Com este mecanismo instituído, os novos compradores – apesar de sua pequena renda - poderiam “pagar” por suas casas.

Uma questão que surge de imediato é: por que as instituições suavizaram as condições de empréstimos aos hipotecados? A resposta aponta em várias direções. Em primeiro lugar, porque havia um convencimento de que os preços dos imóveis não paravam de subir. Considerando que os preços seguissem subindo, para quem empresta dinheiro não era crucial que a pessoa que havia contraído a hipoteca pudesse pagar suas cotas. Ou seja, se estavam demasiadamente elevadas, o hipotecado pode conseguir mais dinheiro

solicitando um novo empréstimo respaldado pelo investimento líquido⁵¹. Ou, no pior dos casos, o hipotecado poderia vender sua casa para liquidar a dívida. Em segundo lugar, as instituições não estavam preocupadas com a qualidade das hipotecas, tendo em conta que, ao invés de conservá-las, vendiam a outros investidores que pouco sabia o que estavam comprando (Krugman, 2009).

A abundância de liquidez, em grande parte, facilitada pela Reserva Federal dos EUA, permitiu os bancos hipotecários concederem créditos com notável facilidade, respaldados por um mercado imobiliário em ascensão. Neste contexto, a qualidade dos empréstimos pouco importava, sobretudo, quando os bancos podiam vender suas carteiras de crédito a outras entidades financeiras, geralmente, bancos de investimentos e outros grandes bancos com importante participação nos mercados de capitais (Varela e Parache, 2007).

Outra questão que surge, em continuação, é: por que a inadimplência das hipotecas pôde gerar um problema de tão graves dimensões? Porque os créditos hipotecários passaram a ser “securitizados” ou “titularizados”, o qual consiste em converter o crédito num título negociável nos mercados interbancários. Na realidade, a securitização é uma maneira de transformar ativos relativamente não líquidos em títulos líquidos e poder transferir, deste modo, os riscos associados para os investidores que os compram.

Com esses créditos convertidos em títulos, os bancos colocavam em marcha uma estratégia financeira agressiva ao captar recursos de outras instituições, oferecendo estes títulos em troca, para assim emprestar novamente estes recursos. Mais tarde, estes novos créditos voltam a ser “embalados” e titularizados para captar mais recursos no mercado financeiro e, assim poder seguir numa espiral infinita que permite a estes bancos captar muitos recursos a conta de uns ativos realmente fictícios (Vence, 2008).

De fato, a prática de securitização de hipotecas estadunidenses não é uma atividade recente. Nos anos setenta, *Fannie Mae*⁵², *Ginnie Mae*⁵³ e *Freddie*

⁵¹ Diferença entre o importe a pagar pela hipoteca adquirida e o valor de mercado da moradia.

⁵² Fannie Mae - *Federal National Mortgage Association*.

Mac⁵⁴ iniciaram o processo de securitização das hipotecas residenciais. Tal processo envolvia a venda de créditos financeiros da companhia (instituição hipotecária) à outra empresa, através de um mecanismo designado *special purpose vehicles* (SPV) que financiava a compra destes créditos contra a emissão de bônus que eram garantidos por aqueles créditos (Buiter, 2007).

Durante o processo de formação da bolha imobiliária, a prática de securitização estava mais ou menos limitada a hipotecas de baixo risco, ou seja, a empréstimos concedidos a indivíduos que poderiam oferecer uma boa entrada, cujos ingressos eram suficientes para abonar as futuras cotas mensais. Eventualmente, os hipotecados não honravam os pagamentos, porque haviam perdido o trabalho ou em razão de uma urgência médica. No entanto, a taxa de inadimplência era considerada baixa e, dentro desta perspectiva, tanto compradores como avalistas sabiam mais ou menos o que estavam comprando (Krugman, 2009).

Entretanto, a célebre inovação financeira mais destacada desta década, que tornou possível a conversão das hipotecas de alto risco, foi o desenvolvimento de um instrumento financeiro denominado *collateralized debt obligation* (CDO) que representou outro ilustre passo para o novo mundo da securitização (Baily *et.al.*, 2008). Na realidade, um CDO oferecia participações sobre os pagamentos futuros de um determinado pacote de hipotecas, mas nem todas as participações possuíam a mesma categoria. Por exemplo, o CDO *senior* garantia participações preferenciais sobre os pagamentos dos hipotecados. Uma vez satisfeito este grupo, o dinheiro seria repartido para quem possuísse uma participação CDO *junior*. É preciso destacar que este sistema havia sido desenvolvido, em princípio, imaginando que as participações senior fossem seguras.

⁵³ Ginnie Mae - *Government National Mortgage Association*.

⁵⁴ Freddie Mac - *Federal Home Loan Mortgage Corporation*.

Dentro desta perspectiva, Orlowski argumenta que o CDO era um instrumento financeiro atrativo para o investidor, já que oferecia uma alta taxa de retorno em comparação com outros produtos financeiros similares:

“These complex financial instruments were attractive to investors, because they offered higher rate of return than other marketable securities with similar credit ratings, particularly given the low interest rate environment” (Orlowski, 2008, p. 6).

Face ao exposto, surge outra questão: que possibilidades existiriam para que a cifra dos hipotecados insolventes fosse o suficientemente elevada para colocar em risco o fluxo monetário das participações dos CDO senior? De fato, muitas. Todavia, não observadas pelas agências de *rating*⁵⁵. Ainda mais, as agências de rating atribuíram aos CDO senior a pontuação mais alta (AAA); ou seja, certificaram aqueles ativos com “seguridade máxima”, associando àqueles títulos um grau de risco muito inferior ao efetivo, tornando sua comercialização mais fácil e permitindo que as mesmas disputassem mercado com títulos do tesouro estadunidense, cuja classificação de risco é semelhante (Sobreira, 2008).

Não obstante o equívoco atribuído aos bônus de CDO pelas agências de rating, o processo de titularização sobre a base das hipotecas não parou por aí. A venda dos bônus de CDO gerou um processo especulativo nos mercados de derivativos; ou seja, uma grande quantidade de investidores institucionais⁵⁶ entrou comprando maciçamente os CDO com um elevado grau de alavancagem para elevar sua rentabilidade. Com objetivo de cobrir o risco assumido, os investidores geraram, por sua vez, novos títulos derivados dos CDO, como os *credit default swaps* (CDS), que eram seguros financeiros que permitiam os investidores intercambiar e disseminar o risco⁵⁷.

Devido ao empobrecimento da classe média estadunidense, principalmente durante a última década, a expansão do crédito tornou-se necessária para suportar a demanda interna e o crescimento econômico. Isto

⁵⁵ Por exemplo, Moody's, Standard & Poor's e Fitch.

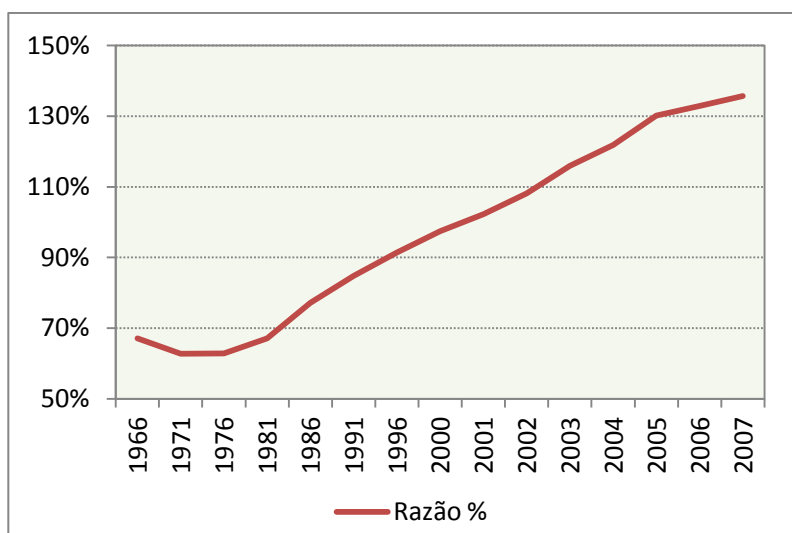
⁵⁶ Fundos de pensões, fundos de investimentos, hedge funds, bancos internacionais, entre outros.

⁵⁷ Para um exame mais detalhado dos CDS ver, por exemplo, Baily *et.al.* (2008).

justifica o porquê as hipotecas subprime e near prime, destinadas as classes menos favorecidas, desenvolveram-se tão rapidamente nos últimos anos. Como consequência da política de endividamento, a renda disponível das famílias estadunidenses diminuiu significativamente ao longo do tempo.

O gráfico 5 exhibe, por exemplo, o avanço crescente deste indicador representado pela razão entre as dívidas das famílias em relação à renda disponível⁵⁸, no período 1966-2007. De fato, observa-se que há um aumento considerável deste indicador, todavia este acréscimo se revela bem mais acentuado a partir da década atual, que sai de 97% em 2000 para 136% em 2007.

Gráfico 5. Dívidas das famílias sobre renda disponível, 1966-2007



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Board of Governors of the FED.

A tabela 7 ilustra, em continuação, a evolução da média do nível de endividamento das famílias em cinco períodos (1966-1969; 1970-1979; 1980-1989; 1990-1999; 2000-2007). Constata-se que o nível de endividamento expressa uma tendência de crescimento ao longo do tempo, ou seja, o aumento percentual da média do indicador de 2000-2007 (32,9%) é maior, se comparado com 1990-1999 (21,8%), que é maior do que 1980-1989 (12,7%), que, por sua vez, é maior do que 1979-1979 (-2,4%). Em outras palavras, comprova-se que o nível de endividamento das famílias vinha aumentando ao longo do tempo, fruto de uma política expansionista por parte do governo estadunidense.

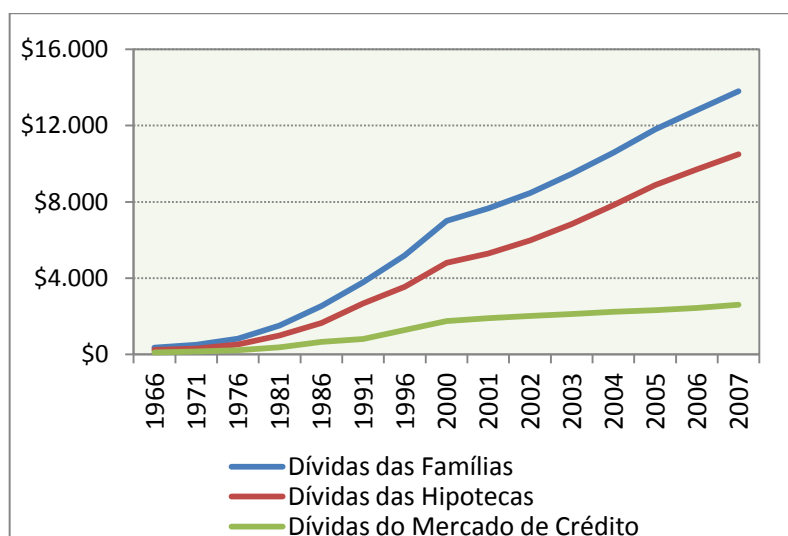
⁵⁸ Já descontado o pagamento de impostos.

Tabela 7. Evolução da média do nível de endividamento das famílias

EUA	Dívida das Famílias / Renda Disponível (%)				
	1966-1969	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2007
Média do nível de endividamento	66,3%	64,7%	72,9%	88,8%	118,1%
Evolução %		-2,4%	12,7%	21,8%	32,9%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Board of Governors of the FED.

Pois bem, desmembrando agora as dívidas das famílias estadunidenses, observa-se que o crescimento das dívidas com hipotecas é muito mais elevado, quando comparado com o crescimento das dívidas do mercado de crédito. Enquanto o passivo das hipotecas cresceu 118% no período entre 2000 e 2007, o passivo do mercado de crédito cresceu apenas 49% (gráfico 6).

Gráfico 6. Evolução das dívidas das famílias dos EUA, 1966-2007

Fonte: Elaboração própria com dados do Board of Governors of the FED.

Nota: Valores em US\$ bi.

O grande boom imobiliário dos EUA começou a diminuir, entretanto, no outono de 2005. Na ocasião, os preços dos imóveis alcançaram níveis tão elevados que impediam o planejamento da compra da casa, onde nem mesmo as hipotecas com taxas de juros ajustáveis atendiam as necessidades para a aquisição do imóvel. A partir desse momento, as vendas começaram a descer, ainda que os preços dos imóveis continuassem subindo durante alguns meses, tendo em conta que havia uma expectativa da manutenção daquela tendência

de alta por parte dos vendedores. No entanto, ao final da primavera de 2006 a debilidade do mercado começava a ser evidente em um momento em que os preços baixavam lentamente para, posteriormente, começar a acelerar sua queda durante o ano de 2007 (ver gráfico 4).

Enquanto os preços das moradias continuassem subindo, a lógica das hipotecas funcionava bastante bem, tendo em vista que para a instituição financeira não havia importância se o hipotecado tivesse condições de pagar ou não suas cotas mensais; posto que o hipotecado, em apuros, sempre poderia refinanciar sua dívida, ou, no pior dos casos, vender sua casa liquidando a hipoteca. Contudo, no momento em que os preços dos imóveis começaram a baixar ao invés de subir, tornou-se cada vez mais difícil vender aquelas casas e, por consequência, o índice de inadimplência começou a subir. Deste modo, a conjugação da queda nos preços das moradias com o aumento nas taxas de juros, entre 2004 e 2007, contribuiu na visão de Álvarez e Medialdea, para o forte incremento na taxa de inadimplência dos hipotecados:

“El inicio de la caída de los precios de la vivienda, una vez que los inversores y hogares terminan percibiendo la desconexión insostenible entre dichos precios y el valor real de los activos, junto con el notable incremento de los tipos de interés entre 2004 y 2007, determinará el cortocircuito de la lógica de sobreendeudamiento y un fuerte incremento en las tasas de morosidad, especialmente de los hogares más pobres” (Álvarez e Medialdea, 2009, p. 26).

Diante do aumento nas taxas de inadimplência das hipotecas convém questionar: por que então não se chegou a um acordo com os hipotecados para reduzir as cotas e evitar os gastos de uma execução? Porque a maioria das hipotecas de alto risco era concedida por instituições não bancárias, que rapidamente vendiam aqueles direitos sobre as hipotecas a outras instituições financeiras que, por sua vez, dividiam e “embalavam” aquelas hipotecas convertendo em CDO que eram vendidos a outros investidores. Além disso, a complexidade dos processos de engenharia financeira, que respaldavam as hipotecas subprime e que faziam com que a propriedade das hipotecas estivesse

repartida entre diversos investidores com direitos sobre aquela hipoteca, resultava em obstáculos legais que dificultavam a hipótese de renegociar a dívida. Portanto, a renegociação era uma opção definitivamente descartada na maioria dos casos, levando a um número significativo de custosas execuções (Krugman, 2009).

Quando o boom imobiliário começou a diminuir e o nível de inadimplência dos empréstimos aumentarem, os valores que respaldavam as hipotecas subprime transformaram-se em péssimos investimentos. Por que razão? Porque os titulares dos títulos CDO senior, que haviam recebido a qualificação *triple AAA* pelas agências de rating, teriam uma posição preferencial sobre os recebimentos, enquanto que os detentores dos títulos com categoria inferior (por exemplo, CDO junior), somente teriam direito de receber depois que os CDO senior recebessem sua parte. Deste modo, era evidente que os titulares dos CDO com qualificação inferior iriam sofrer perdas consideráveis e, portanto, os preços desses ativos “derreteram”. Este processo involutivo suscitou no fim de todo o processo de titularização das hipotecas de alto risco, já que ninguém estava disposto a comprar mais aqueles títulos; portanto não era possível continuar com a redistribuição e venda daqueles ativos.

Destarte, era cada vez mais evidente que qualquer aspecto relacionado com o universo das hipotecas já não era mais seguro: nem mesmo os títulos CDO senior, nem mesmo as hipotecas com qualificação superior escapavam dessa desconfiança. Para Krugman (2009) as dimensões exageradas da bolha imobiliária explicavam essa desconfiança, devido aos preços das moradias estarem bastante sobrevalorizados, possivelmente uns 50% em comparação ao ano de 2006, de modo que para eliminar aquela sobrevalorização, os preços deveriam cair pelo menos uma terça parte.

Deste modo, muitos hipotecados que haviam comprado uma casa durante o auge da bolha de preços, acabariam, posteriormente, com um patrimônio negativo; ou seja, com um empréstimo que valia mais do que o imóvel. De fato, o hipotecado com patrimônio negativo é aquele que mais têm

motivos para não pagar suas cotas e deixar sua hipoteca “ruir”, tendo em vista que economicamente, sairia ganhando mesmo depois de ter perdido sua casa. Vale afirmar ainda que se o imóvel vale menos do que a hipoteca, é impossível restituir a totalidade do empréstimo concedido.

À medida que a crise imobiliária se agravava, tornou-se cada vez mais transparente o perigo para as instituições que haviam emprestado, já que perderiam muito dinheiro, assim como para os investidores que haviam comprado os títulos respaldados por hipotecas. Portanto, em princípios de agosto de 2007, a debilidade do mercado imobiliário estadunidense estava caracterizada por problemas associados à qualidade dos empréstimos concedidos, incertezas quanto à trajetória de juros, etc. Nestas circunstâncias, Calvo observa que:

“Estas incertidumbres se tradujeron, dada la complejidad de los valores resultantes de las repetidas transformaciones de los créditos titulizados, en la virtual imposibilidad de determinar la calidad y precio de dichos valores, así como el valor y la solvencia de las entidades que los habían adquirido” (Calvo, 2007, p. 200).

Em qualquer caso, como se há podido constatar, a crise do subprime era somente a primeira fase da crise. Na ocasião em que os hipotecados passaram a ser insolventes, deixando de pagar suas cotas, aqueles investidores, que compraram os títulos baseados nas hipotecas, perceberam que não poderiam receber o retorno que esperavam. No momento em que essa percepção se propaga, obviamente, aqueles outros investidores e instituições que compraram títulos semelhantes começam a se perguntar se não é melhor vendê-los enquanto é tempo. Contudo, quando tentam vender esses papéis observam que não há muitos compradores, já que todos possuem os mesmos temores. Com isso, os investidores concluem que têm um enorme problema nas mãos, ou seja, um título cujo valor no mercado é muito menor do que esperavam. Em síntese, esses investidores descobrem que estavam expostos a um risco de liquidez muito maior do que inicialmente pensavam (Carvalho, 2008).

A partir desse momento, começava a fase do pânico e da “loucura”, em uma espécie de “salvasse quem puder”. Os proprietários dos títulos respaldados em hipotecas descobrem que não só receberiam os juros que esperavam como também sequer conseguiriam repassar esses ativos para outros sem sofrer um pesado prejuízo econômico. A tentativa de vendê-los, a qualquer preço, foi o suficiente para fazer com que o valor desses títulos caísse no mercado de forma vertiginosa. Neste contexto, Calvo complementa:

“La consecuencia fue una convulsión general del sistema, al reducirse el precio de los activos por su inmediata liquidación. Rumores sobre firmas de gestores enfrentados a grandes pérdidas eran suficientes para hundir el precio de esos activos basados en titulización de créditos comerciales u otros activos. Además los activos de alto riesgo añadían una tensión adicional al sistema financiero y, en especial, a la credibilidad del sistema bancario o, al menos, a los bancos más implicados en la crisis, al forzarlos a buscar liquidez para afrontar el problema, lo que transformó la convulsión en una crisis clásica de liquidez ” (Calvo, 2007, pp. 200-201).

Se há podido constatar, ademais, que a desconfiança passou também a atingir outros títulos semelhantes, contagiando outros segmentos do mercado de capitais, baseado na idéia de que era melhor tentar vender todos esses papéis antes que outros o façam (Carvalho, 2008). Diante desse cenário de pânico financeiro, os preços de todos os títulos tendem a declinar-se, um a um. Como consequência, começa a terceira fase da crise (crise patrimonial), que supõe um passo para um terreno cada vez mais perigoso.

Considerando que qualquer empresa e/ou instituição financeira possui direitos a receber (ativos) e obrigações a pagar (passivos), é de se esperar que uma empresa saudável tenha mais ativos a receber do que efetivamente obrigações a pagar. Contudo, quando o valor dos ativos se situa por debaixo do valor de suas obrigações, o patrimônio líquido se torna negativo, o que significa que a empresa é insolvente, ou encontra-se em possível processo de falência.

Retornando ao caso estadunidense, os bancos e instituições financeiras que haviam comprado aqueles títulos respaldados em hipotecas subprime,

quando o valor destes ativos caiu significativamente, muitos se declararam insolventes, falidos, e outros chegaram muito perto disso. Como grande parte das instituições dos EUA fez esse tipo de investimento, todas estavam expostas em algum grau de risco. Na melhor das hipóteses, o seu capital, ainda que continuasse positivo, diminuiu bastante por causa da desvalorização de seus direitos a receber.

Neste ponto, duas circunstâncias sucedem na visão de Carvalho (2008). A primeira circunstância é que bancos e instituições financeiras falidas se viram obrigados a ser fechados ou a sofrer alguma intervenção ou, então, a ser vendidos a outras instituições; que, também com problemas, se negariam em realizar essas aquisições se não forem pressionadas pelo governo ou favorecidas com algum incentivo⁵⁹. A sequência de falências, intervenções e vendas sob estresse tende a espalhar a desconfiança e o medo não só no mercado financeiro, com também a sociedade em geral, que passa a temer por suas economias, já que nunca se sabe qual vai ser a “bola da vez” até que ela caia na caçapa.

A segunda circunstância é as instituições financeiras sobreviventes se retraírem, já que compartilham o mesmo clima de temor e desconfiança, também justificada porque sua capacidade de empréstimo diminui quando seu capital se contrai. Como era de esperar, o resultado de todo este processo é que as instituições financeiras passam a emprestar menos e, como consequência, as empresas ficam sem capital de giro para produzir, os consumidores deixam de adquirir bens duráveis porque não há crédito no mercado etc. Deste modo, a economia real começa a esfriar, o crescimento econômico se desacelera em alguns casos ou se transforma em contração em outros, o desemprego cresce, e o risco de uma recessão prolongada se instala definitivamente na economia.

⁵⁹ De fato, isto aconteceu com o *Bear Stearns*, com o *Lehman Brothers*, com a *Merrill Lynch*, com a *AIG*, com a *Fannie Mae* e *Freddy Mac*, etc.

2.3. AS RESPOSTAS POR PARTE DOS GOVERNOS E SUA PROPAGAÇÃO A CRISE GLOBAL

Diante de um cenário de ausência de liquidez e de redução da capacidade de financiamento do sistema bancário, havia chegado o momento da intervenção dos Governos e dos bancos centrais, onde sua maior preocupação reside na restauração da normalidade funcional dos mercados. Outra questão que surge, em continuação, é: por que a intervenção dos Governos e bancos centrais de diversos países, tendo em conta que o problema originou-se no sistema financeiro estadunidense?

Porque, conforme havíamos mencionado anteriormente, os ativos respaldados em hipotecas subprime haviam sido securitizados, ou seja, transformados em instrumentos financeiros derivativos adquiridos primeiramente por instituições financeiras estadunidenses que, por sua vez, se desfaziam do produto, transformando aqueles títulos em outros derivativos que eram vendidos para bancos, investidores institucionais e instituições estrangeiras, ou seja, não houve fronteiras para aquele tipo de operação.

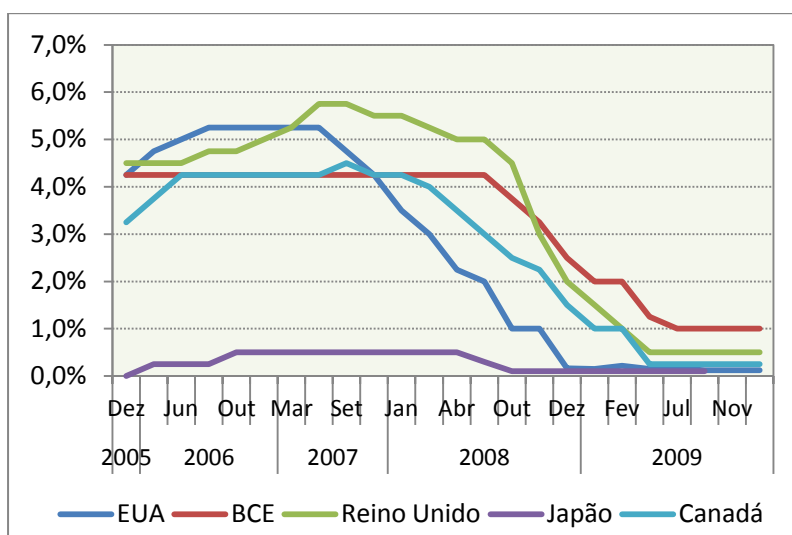
Não há dúvidas que este “lixo tóxico”, que contaminou o sistema financeiro global como um vírus permitiu *Warren Buffet* qualificar, no passado, esta engenharia financeira sofisticada como “armas de destruição em massa”. Para se ter uma idéia da dimensão do problema, as perdas contábeis de bancos, companhias de valores mobiliários, seguradoras e as empresas patrocinadas pelo governo foram estimadas em US\$ 1,48 trilhão⁶⁰ desde o início de 2007.

A intervenção realizada pelos principais Governos dos países consistiu em duas fases. A primeira fase (a partir de agosto de 2007) se realizou através de injeções maciças de recursos no sistema financeiro internacional por parte dos principais bancos centrais (EUA, Europa, Japão, Reino Unido, etc.) com vistas a prover mais liquidez e assim atenuar os problemas das entidades financeiras. No entanto, uma vez constatado que os problemas financeiros não eram

⁶⁰ Estimativa extraída do Relatório de Inflação trimestral do Bacen (2009).

exclusivamente de liquidez⁶¹ como também de solvência⁶², os Governos das principais economias implementaram planos bilionários de resgate econômico, dando início a segunda fase (a partir de setembro de 2008). Deste modo, os Governos lançaram planos de resgates, que, apesar da desigualdade de recursos, fundamentavam em três pilares: a) aquisição de ativos hipotecários dos bancos com problemas de solvência; b) aval do Estado a empréstimos praticados por instituições financeiras bancárias; e c) nacionalizações do sistema bancário (Álvarez e Medialdea, 2009). Além disso, os bancos centrais das principais economias reduziram, a partir de outubro de 2008, de forma coordenada suas taxas básicas de juro, para estimular o consumo e diminuir os efeitos adversos de uma recessão econômica global (gráfico 7).

Gráfico 7. Evolução das taxas básicas de juro nas principais economias



Fonte: Elaboração própria com de dados do Board of Governors of the FED, European Central Bank, Bank of Japan, Bank of England, Bank of Canada.

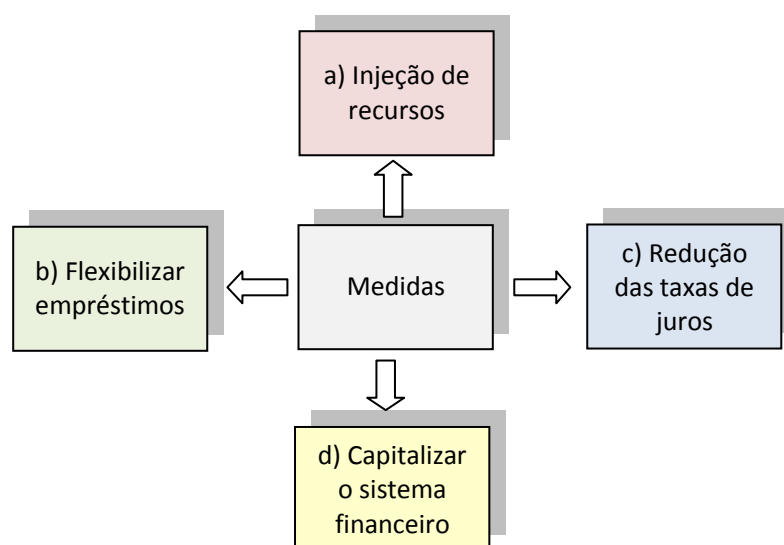
A síntese das principais medidas adotadas pelos Governos e banco centrais das economias mais destacadas, durante o período entre o segundo semestre de 2007 e primeiro quarto de 2009, encontra-se reunida cronologicamente no quadro 2. A partir das informações consolidadas no quadro a seguir, observamos que os Governos e bancos centrais adotaram medidas, em

⁶¹ Capacidade para assumir os pagamentos em curto prazo.

⁶² Capacidade de cumprir os compromissos com os recursos que constituem seu patrimônio ou seu ativo.

linhas gerais, voltadas para: a) injeção de grandes quantias de recursos para prover liquidez nos mercados; b) flexibilização das regras de empréstimos direcionados as entidades financeiras; c) redução das taxas básicas de juros mediante ações coordenadas; e d) capitalizar o sistema financeiro através da compra de ativos tóxicos de entidades financeiras com problemas de solvência (figura 2).

Figura 2. Síntese das medidas adotadas pelos Governos e bancos centrais



Fonte: Elaboração própria.

Ainda que haja controvérsias, entendemos que as políticas governamentais de resgate do sistema financeiro e as ações coordenadas dos bancos centrais foram, em princípio, necessárias para minimizar os efeitos desta crise, contudo não são suficientes para evitar crises futuras da mesma natureza, se não forem adotadas outras medidas complementares pelos Governos que atuem na causa do problema.

No próximo capítulo, portanto, se realiza uma análise crítica e sistemática dos fatores determinantes que conduziram a manifestação da crise global, diferenciando suas causas imediatas e suas causas estruturais.

Quadro 2. Cronologia de intervenções nos mercados financeiros

	Data	Instituição	Evento
2007	10/08/2007	FED, BCE, BoJ e RBA	Injeção de US\$ 300 bilhões para garantir liquidez ao sistema.
	18/09/2007	FED	Início do ciclo de redução da taxa básica de juros de 5,25% para 4,75%.
	31/10/2007	FED	Redução da taxa básica de juros para 4,75% e da taxa de redesconto para 5,00%.
	01/12/2007	BoE	Redução da taxa básica de juros do <i>Bank of England</i> (BoE).
	12/12/2007	FED, BCE, BoE e BoC	Bancos Centrais anunciaram operações coordenadas para garantir liquidez dos mercados financeiros.
	12/12/2007	FED, BCE, BNS	Bancos Centrais anunciaram criação de linhas de swap de moedas.
	22/01/2008	BoC	Banco Central do Canadá (BoC) reduz taxa básica de juros em 25 b.p.
2008	30/01/2008	FED	Redução da taxa básica de juros para 3,00% e da taxa de redesconto para 3,5%.
	17/02/2008	Reino Unido	Governo anuncia nacionalização temporária do Northern Rock.
	04/03/2008	BoC	Boc reduz taxa básica de juros em 50 b.p.
	11/03/2008	FED	FED introduz nova linha de empréstimos - <i>Term Securities Lending Facility</i> (TSLF).
	15/03/2008	FED	Interferência do FED na aquisição do Bear Stearns pelo JP Morgan .
	16/03/2008	FED	FED anuncia nova linha de empréstimos de curto prazo - <i>Primary Dealer Credit Facility</i> (PDCF).
	16/03/2008	FED	Em reunião extraordinária redução da taxa básica de juros e da taxa de redesconto.
	18/03/2008	FED	Nova redução da taxa básica de juros (2,25%) e da taxa de redesconto (2,5%).
	10/04/2008	BoE	BoE reduz novamente taxa básica de juros.
	21/04/2008	BoE	BoE anuncia medidas para prover liquidez ao sistema.
	22/04/2008	BoC	BoC reduz taxa básica de juros.
	30/04/2008	FED	Nova redução da taxa básica de juros (2,0%) e na taxa de redesconto (2,25%).
	02/05/2008	FED, BCE, BNS	Ampliação na linha de swap de moedas. BNS(<i>Swiss National Bank</i>).
	14/09/2008	FED	Ampliação no rol de colaterais aceitos no âmbito do PDCF.
	14/09/2008	FED	Ampliação no rol de colaterais aceitos no âmbito do TSLF.
	15/09/2008	FED	Injeção de US\$ 50 bilhões no mercado de curto prazo para garantir liquidez ao sistema após pedido de concordata de Lehman Brothers e da compra da Merry Linch pelo Bank of America.
	15/09/2008	BCE, BoE, BNS e RBA	Operação conjunta de injeção de recursos pelos Bancos Centrais nos mercados financeiros frente ao estreitamento de créditos no curto prazo: BCE (€ 30bi = US\$ 42,6bi); BoE (\$5bi = US\$9bi); BNS (CFH 3bi = US\$ 2,6 bi); RBA (AUD 1,3bi = US\$ 1bi). RBA (<i>Reserve Bank of Australia</i>).
	16/09/2008	FED, BCE, BoE, BNS, BoJ e RBA	Nova injeção de recursos pelos Bancos Centrais (FED, BCE, BoE, BoJ, RBA e BNS) nos mercados de curto prazo totalizando US\$ 209 bilhões.
	16/09/2008	FED	FED resgata a AIG, a maior seguradora do mundo, através de um empréstimo de US\$ 85 bilhões a 24 meses, devido ao risco sistêmico e potencial dano a economia real.
	18/09/2008	FED, BoC, BCE, BoE, BoJ	Nova ação coordenada dos Bancos Centrais de injeção de liquidez nos mercados monetários totalizando US\$ 230 bilhões.
	24/09/2008	FED, SRB, RBA, BC's da Noruega e Dinamarca	Criação de novas linhas de swap com o Banco Central da Suécia (SRB), Bancos Centrais da Austrália (RBA), da Noruega e Dinamarca, totalizando US\$ 30 bilhões.
	26/09/2008	FED, BCE e BNS	Aumento dos recursos disponíveis para as linhas de swap de moedas com o BCE e BNS.
	29/09/2008	FED, BCE, BoE, BoJ, BNS, BoC, SRB, RBA, BC's Dinamarca e Noruega.	Novo aumento dos recursos disponíveis para linhas de swap de moedas do FED para com diversos Bancos Centrais. Com esta nova injeção de recursos o FED passa a ter US\$ 620 bilhões disponibilizados para as linhas de swap: BCE (US\$ 240 bi); BoJ (US\$ 120 bi); BoE (US\$ 80 bi); BNS (US\$ 60bi); BoC, RBA, SRB (US\$ 30bi cada); BC's Noruega e Dinamarca (US\$ 15 bi cada).
	29/09/2008	BoJ	Injeção de recursos no mercado monetário japonês de ¥ 1 trilhão.
	29/09/2008	Governos	Reino Unido nacionaliza Bradford & Bingley. Islândia assume o controle de Glitnir, a terceira entidade financeira do país. Wachovia é adquirido por Citigroup.
	03/10/2008	Governo EUA	Após a aprovação na Câmara, passa a valer a Lei Emergencial de Estabilização Econômica, a maior intervenção do governo no setor financeiro desde a crise de 1929. A Lei permite que o Tesouro compre até US\$700 bilhões de "ativos podres" por meio do Programa para Alívio dos Ativos Problemáticos (TARP). Os primeiros US\$250 bilhões devem ser disponibilizados imediatamente, enquanto US\$100 bilhões ainda dependem de certificação presidencial quanto à sua necessidade. Os demais US\$350 bilhões ficam na dependência de requerimento presidencial ao Congresso. O Tesouro pode usar os recursos até o final de 2009.

Fonte: Elaboração própria com dados do Bacen (2008), *websites* dos bancos centrais e de notícias.

Quadro 2. Cronologia de intervenções nos mercados financeiros

	Data	Instituição	Evento
2008	03/10/2008	Reino Unido	Aumento do nível de garantia para depósitos para £ 50 mil.
	07/10/2008	União Europeia	Aumento do nível de garantia para depósitos de pessoas físicas de € 20 mil para € 100 mil.
	07/10/2008	FED	Criação de linhas de crédito para aquisição de <i>commercial papers funding facility</i> .
	08/10/2008	Reino Unido	Anúncio de um pacote para recapitalizar o sistema bancário no valor total de £ 500 bilhões.
	08/10/2008	FED, BCE, BoE, BNS, BoC e SRB	Face o esfriamento da atividade econômica, anúncio de ação coordenada de redução de 50 b.p. nas taxas básicas de juros por parte dos principais Bancos Centrais: FED (1,5%); BCE (3,75%); BoE (4,5%); BNS (2,5%); BoC (2,75%); e SRB (4,25%).
	08/10/2008	FED	Oferecimento de liquidez adicional a seguradora AIG no valor de US\$ 38 bilhões.
	13/10/2008	Governos	O G7 oferece uma mensagem coordenada de ação governamental para tratar de aliviar as tensões nos mercados financeiros. O plano se instrumenta em vários pontos, entre os quais destaca-se o apoio as entidades financeiras sistemicamente relevantes e a garantia da dívida emitida pelas mesmas, assim como a extensão da proteção a rede minoritária de financialização.
	13/10/2008	FED, BCE, BoE e BNS	Financiamento ilimitado em dólar aos bancos europeus pelos prazos de 7, 28 e 84 dias.
	14/10/2008	FED, BoJ	Expansão das linhas de swap de moedas (ilimitado).
	15/10/2008	BCE	Anúncio que os leilões de refinanciamento de longo prazo atenderão todas as solicitações em caráter ilimitado.
	16/10/2008	BoE	Banco da Inglaterra anuncia reformas para as operações no mercado monetário.
	19/10/2009	Governo	Governo holandês anuncia injeção de € 10 bilhões na ING.
	21/10/2008	FED	Criação do programa de financiamento para investidor do mercado monetário (money market funding facility). Os investidores elegíveis são basicamente os fundos mútuos.
	29/10/2008	FED, RBNZ	Anúncio da criação das linhas de swap de moedas com o Banco Central da Nova Zelândia (RBNZ).
	29/10/2008	FED, BCB, Banxico, BoK, e Aut. Monet. Cingapura	Anúncio de nova criação das linhas de swap de moedas com os Bancos Centrais do Brasil (BCB), México (Banxico), Coreia (BoK), Autoridade Monetária de Cingapura
	29/10/2008	FED	Nova redução da taxa básica de juros (1,0%).
	30/10/2008	BoJ	Anúncio de novo pacote de estímulo à economia japonesa que inclui redução do imposto de renda, isenção de impostos sobre ganhos de capital e dividendos, auxílio a pequenas empresas e recursos para recapitalização dos bancos. Total do pacote: ¥ 27 trilhões.
	31/10/2008	BoJ	Redução da taxa básica de juros para 0,30%.
	06/11/2008	BoE, BCE	BoE reduz em 150 b.p sua taxa básica de juros para 3,0%. BCE reduz 50 b.p. para 3,25%.
	10/11/2008	China	Aprovação de um plano de estímulo econômico de US\$ 586 bilhões para até 2010 na tentativa de impulsionar a demanda doméstica.
	25/11/2008	FED	Anúncio da criação de um programa para estimular o crédito ao consumidor e o nível da atividade econômica, o <i>Term Asset-Backed Securities Loan Facility</i> (TALF).
	04/12/2008	BCE	O Banco Central Europeu reduz a taxa básica de juros em 75 b.p para 2,5% ao ano.
	09/12/2008	BoC	O Banco Central do Canadá reduz a taxa básica de juros em 75 b.p para 1,50% ao ano.
	16/12/2008	FED	FED reduz a taxa básica de 1% para algo entre 0% e 0,25% ao ano.
2009	08/01/2009	BoE	O Banco Central da Inglaterra reduz a taxa básica em 50 b.p para 1,5%.
	15/01/2009	BCE	O Banco Central Europeu reduz a taxa básica de juros em 50 b.p para 2,0% ao ano.
	20/01/2009	BoC	O Banco Central do Canadá reduz a taxa básica de juros em 50 b.p para 1,00% ao ano.
	05/02/2009	BoE	O Banco Central da Inglaterra reduz a taxa básica em 50 b.p para 1,0%.
	16/02/2009	Governo	O presidente dos EUA sanciona o pacote de estímulo econômico de US\$ 787 bilhões em gastos e cortes de impostos, que tem como objetivo criar empregos e energizar a economia americana.
	04/03/2009	BoC	O Banco Central do Canadá reduz a taxa básica de juros em 50 b.p para 0,50% ao ano.
	05/03/2009	BCE, BoE	O Banco Central Europeu e o Banco Central da Inglaterra reduzem em 50 b.p suas taxas básicas de juros para 1,5% e para 0,5%, respectivamente.
	23/03/2009	Governo	O governo dos EUA anuncia novo plano de compra de ativos tóxicos de bancos que pode movimentar até US\$ 1 trilhão. O plano vai oferecer subsídios na forma de empréstimos a juros baixos para investidores privados para incentivá-los a comprar hipotecas de mutuários em vias de inadimplência.

Fonte: Elaboração própria com dados do Bacen (2008), websites dos bancos centrais e de notícias.

CAPÍTULO 3

Fatores determinantes da crise financeira global

"Every little thing counts in a crisis".

Jawaharlal Nehru (1889-1964),
1st Prime Minister of India.

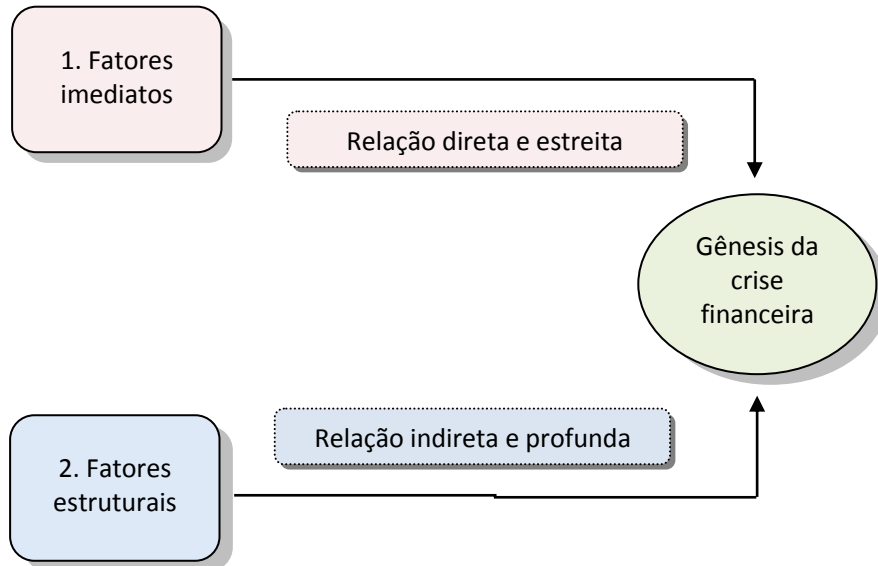
3.1. INTRODUÇÃO

Em atenção aos fatores determinantes da crise global, parece haver um consenso generalizado na literatura de que as causas imediatas repousam no setor financeiro; em particular em falhas de gestão de risco, na inovação financeira, em incentivos inadequados e na regulamentação insuficiente. Contudo, existe também certo consenso que outros fatores, de índole estrutural, desempenharam um papel decisivo, criando condições propícias para o boom do crédito e para a elevação dos preços dos ativos (Bean, 2009).

Em nossa concepção, a origem da atual crise global é atribuída tanto a fatores imediatos, que guardam uma relação mais direta e estreita com o problema das hipotecas, como também a fatores estruturais, que conservam uma relação mais indireta e profunda com a gênese da crise (figura 3). Como parece razoável, as causas imediatas são mais fáceis de identificar já que estão diretamente relacionadas com o problema. Por outro lado, as causas estruturais resultam mais difíceis de reconhecer devido à sua relação indireta, o que exige uma análise mais profunda do assunto em questão.

No entanto, cabe destacar que esta classificação foi estabelecida com o propósito de facilitar o estudo dos fatores determinantes da crise a fim de sintetizar nossas conclusões. Nesta linha, há diversos estudos que se propõem a realizar um diagnóstico da crise, analisando as suas causas imediatas (Buiter, 2007; Eichengreen, 2009; Fernández de Lis, 2008; Goldstein, 2008; Krugman, 2009; Persaud, 2009; Roubini e Mihm, 2010; Stiglitz, 2008; Taylor, 2007 e 2009; Visco, 2009), como também as suas causas estruturais (Álvarez e Medialdea, 2009; Chesnais, 2008; Crotty, 2008; Crotty e Epstein, 2008; Epstein, 2009; Fernandez *et. al.*, 2008; Sapir, 2008; Stockhammer, 2009; Vence, 2008; Wade, 2008), propondo, em ambas perspectivas, soluções para o fim da anormalidade.

Figura 3: Fatores determinantes de crise global financeira



Fonte: Elaboração própria.

A análise das causas imediatas da crise é trabalhada na seção seguinte deste capítulo, enquanto que posteriormente são discutidas e exploradas as causas estruturais da crise global. Dedicamos a última seção para as considerações finais do capítulo.

3.2. ANÁLISE DAS CAUSAS IMEDIATAS DA CRISE FINANCEIRA

Decisivamente, a crise financeira global tem sugerido uma busca de culpados. Para Krugman (2009), por exemplo, algumas das acusações são totalmente espúrias, como a afirmação, de que todos os problemas observados decorrem da lei de reinvestimento comunitária dos EUA, que exigia aos bancos a emprestar recursos a indivíduos pertencentes a uma classe minoritária interessada em comprar uma casa e que acabavam não podendo honrar com seus compromissos de pagamento da hipoteca. Considerando que essa lei havia sido aprovada em 1977, resulta difícil entender que tipo de relação causal pode ter uma lei em relação a uma crise que surgiu três décadas mais tarde. Ademais,

a lei somente se aplicava a bancos depositários, onde a proporção de inadimplentes, durante a bolha imobiliária, atribuídas a essas entidades era pequena.

Em certas ocasiões tendem a culpar a bolha imobiliária e a fragilidade do sistema financeiro a *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, duas entidades de empréstimos hipotecários que formam pioneiras no processo de securitização das hipotecas. É aceito que estas entidades demonstraram certa imprudência na concessão de algumas hipotecas. No entanto, não se pode atribuir à culpa a somente duas entidades que desempenharam um papel limitado na epidemia das perversas práticas hipotecárias.

Em outras ocasiões atribuem à crise a suspensão em 1999 da Lei Glass-Steagall que permitiu a bancos comerciais entrar no negócio dos bancos de investimentos e assumir, deste modo, mais riscos. Favoravelmente a questão, Krugman argumenta que aquela decisão foi errada e talvez tenha contribuído para amplificar a crise, devido a que arriscadas estruturas financeiras, que nasceram durante os anos de boom, foram operações fora do balanço dos bancos comerciais. Contudo, a crise praticamente não havia ameaçado aquele conjunto de instituições denominadas *shadow banking*⁶³ que optaram por assumir novos riscos e que jamais estiveram submetidas à regulação.

Na realidade, o termo *shadow banking system* inclui o grupo de instituições envolvidas em empréstimos alavancados que não tinham, até a eclosão da crise, acesso aos seguros de depósitos e/ou às operações de redesconto dos bancos centrais. Neste conjunto enquadram-se grandes bancos de investimentos, *hedge funds*, fundos de pensões e seguradoras. Nos EUA se somam os bancos regionais especializados em crédito hipotecário e as agências patrocinadas pelo governo. Esta definição contém um elemento implícito que é

⁶³ Corresponde ao conjunto de instituições que funcionam como bancos, mas que não são bancos, e que geralmente recebem o nome de sistema bancário paralelo ou sistema bancário sombra. Por sua vez, os bancos convencionais que aceitam depósitos e que formam parte do sistema da Reserva Federal operam com mais transparência, suas contas são públicas, estando sujeitos a regulação.

importante destacar: as instituições financeiras do sistema bancário sombra não estão sujeitas às normas dos Acordos de Basileia, as quais no caso estadunidense só se aplicam aos grandes bancos universais com operações internacionais.

A manifestação deste sistema bancário sombra, na visão de Farhi *et.al.* (2008), está associada a dois movimentos simultâneos e complementares: a) em primeiro, os bancos submetidos aos requisitos de capital do Acordo de Basileia passaram a utilizar crescentemente um conjunto de instrumentos para retirar os riscos de seu balanço e viabilizar o aumento de sua alavancagem; b) em segundo, uma grande variedade de instituições evoluiu no sentido de desempenhar um papel semelhante ao dos bancos tradicionais sem estarem incluídas na estrutura regulatória existente e, portanto, sem disporem das requeridas reservas de capital.

Com relação ao primeiro movimento, para excluir os riscos de crédito dos balanços, os bancos recorreram aos chamados produtos estruturados⁶⁴, aos derivativos financeiros e de crédito. Essa arquitetura financeira foi possível graças à atuação das agências de rating. Ao auxiliar as instituições financeiras na montagem dos “pacotes de crédito” que incluíam os títulos securitizados para garantir a melhor classificação possível, essas agências tiveram uma participação relevante na criação do mito de que ativos de crédito bancário podiam ser precificados e negociados como de “baixo risco” em mercados secundários. Ademais, as agências incorreram em um sério conflito de interesses na medida em que parte substancial de seus rendimentos procedia dessas atividades⁶⁵.

Com relação ao segundo movimento, as instituições do sistema bancário sombra buscaram recursos nos mercados de capitais, sobretudo emitindo títulos de curto prazo, adquiridos por fundos mútuos de investimentos. Não podendo criar moeda ao conceder crédito diretamente, as instituições sombra utilizaram esses recursos de curto prazo para adquirir os títulos emitidos pelos bancos com

⁶⁴ São instrumentos resultantes da combinação de diversos títulos representativos de crédito (debêntures, bônus, títulos de crédito negociáveis, hipotecas, dívida de cartão de crédito etc.).

⁶⁵ Consulte, por exemplo, Eichengreen (2009, p.2) e Roubini e Mihm (2010, p. 114).

rentabilidade vinculada ao reembolso dos créditos que concedidos. Portanto, as instituições sombra tornaram-se participantes do mercado de crédito, obtendo recursos de curto prazo com os quais financiavam créditos de longo prazo, atuando como se fossem quase bancos.

Por outro lado, deve destacar-se o papel desempenhado pelos derivativos de crédito na constituição das complexas relações entre o sistema bancário tradicional e o sistema sombra. A crescente expansão dos derivativos de crédito, sobretudo a partir do final da década de 1990, elevou fortemente os riscos agregados presentes nesses mercados. Utilizando os mecanismos já existentes de swaps, os derivativos de crédito permitiram que os bancos retirassem riscos de seus balanços, ao mesmo tempo em que as instituições do shadow banking system passaram a ter novas formas de assumir exposição aos riscos e rendimentos do mercado de crédito (Farhi *et.al.*, 2008).

A partir dessa transferência de riscos pelos bancos, ocorreu o milagre da multiplicação. Nos casos em que esses riscos foram transferidos dos balanços dos bancos para outras instituições financeiras por meio de títulos securitizados e produtos estruturados, esses novos ativos foram “reempacotados” e deram origem a outros ativos que, por sua vez, foram vendidos a outras instituições. Enquanto esta operação se restringiu a operações no mercado à vista, era o risco original que ia trocando de mãos.

Porém, ao estarem conectados aos derivativos de crédito, esses ativos deram origem a “ativos sintéticos”, isto é, ativos que replicam os riscos e retornos dos ativos originais, mas sem que seja necessário possuí-los⁶⁶. Deste modo, multiplicaram-se diversas combinações “virtuais” dos ativos de crédito securitizados com operações de derivativos de crédito. Na construção dessa enorme pirâmide invertida – cuja base é constituída pelas operações de créditos bancários originais – os riscos iniciais foram multiplicados por um fator n e sua distribuição passou a constituir uma incógnita (Farhi *et.al.*, 2008).

⁶⁶ Estes ativos “virtuais” possuem a propriedade de negociar compromisso futuros de compra e venda de ativos, mediante o pagamento de um “sinal” o que abre a possibilidade de vender o que não se possui e/ou comprar o que não se deseja possuir.

À medida que o sistema bancário sombra crescia para competir com igual importância que os bancos comerciais, ou mesmos, superá-los, Krugman (2009) ressalta que os políticos e funcionários governamentais dos EUA deveriam ter advertido que estava ressuscitando a mesma vulnerabilidade financeira que havia proporcionado a Grande Depressão. Na ocasião, deveria ter sido decretado uma maior regulação e ampliada à rede de seguridade financeira para proteger essas novas instituições. Em sua concepção, algo tão sensível como uma entidade que se comporta como banco, e tudo aquilo que deva ser resgatado durante uma crise como se resgataria a um banco, deveria estar sujeito a mesma regulação que um banco convencional.

Entretanto, os gestores governamentais não outorgaram importância aos avisos e, neste contexto, nada foi feito para ampliar a regulação existente, tendo em vista que a administração de George W. Bush era amplamente contrária a qualquer regulação. Deste modo, as pessoas que deveriam estar preocupadas com a fragilidade do sistema, em seu lugar, enalteciam a “inovação financeira” criada. De fato, o próprio Alan Greenspan, responsável pela Reserva Federal dos EUA, declarou, em 2004, que não somente as instituições financeiras estavam menos vulneráveis aos fatores de riscos subjacentes, como o sistema financeiro tinha ganhado mais resistência em seu conjunto. Em definitiva, em um contexto em que os próprios gestores ignoraram ou menosprezaram o risco cada vez maior de uma crise no sistema financeiro, a crise eclodiu.

Sendo assim, torna-se evidente a necessidade de uma reforma no sistema financeiro para que a crise não volte a estalar e, sobretudo, obedecendo à seguinte regra básica: toda entidade que deva ser resgatada durante uma crise financeira, já que desempenha um papel essencial no sistema financeiro, deverá estar sujeita a regulação, quando não haja colapso, para evitar que assim se incorra em riscos excessivos (Krugman, 2009).

Em continuação, destacamos o trabalho de Buiter (2007) que investiga as causas da crise financeira, sugerindo propostas para redução e prevenção de

futuras anomalias. Em sua visão, a crise é resultado de uma tempestade que se formou procedente de deficiências microeconômicas e macroeconômicas.

Dentre algumas das deficiências microeconômicas apontadas por Buiter destacamos: a) os problemas associados com o processo de securitização; b) o processo de avaliação das agências de rating; c) desregulação competitiva internacional.

Quanto aos problemas associados à securitização, o autor observa que o modelo bancário de “originar e distribuir⁶⁷”, intrínseco a atividade, destrói a informação gerada, se comparado ao modelo de “originar e guardar”. No modelo de “originar e distribuir” a informação é destruída no nível de quem gera o título que será securitizado, enquanto no modelo de “originar e guardar” há um registro da informação para quem se empresta. Adicionalmente, a securitização coloca a informação no lugar errado, ou seja, qualquer informação inerente ao empréstimo fica com quem realizou primariamente a operação não sendo transmitidas as demais entidades envolvidas no processo de securitização:

“By the time a hedge fund owned by a French commercial bank sells ABSs (asset backed securities) backed by US sub-prime residential mortgages to a conduit owned by a small German Bank specialising in lending to small and medium-sized German firms, neither the buyer nor the seller of the ABS has any idea as to what is really backing the securities that are being traded “, (Buiter, 2007, p. 3).

Como solução, Buiter sugere o desenvolvimento de estruturas mais simples de securitização, colocando restrições à complexidade de instrumentos emitidos e adquiridos pelas instituições, permitindo assim entender quais os ativos que realmente estão sendo negociados pelas entidades. Ou na pior das hipóteses, aconselha desfazer todo o processo de securitização já criado, que seria terminantemente oneroso.

Relativamente às agências de rating, ele questiona um pouco sua capacidade de avaliação, tendo em vista ser um número relativamente pequeno

⁶⁷ Ver, por exemplo, Bhatia (2007) para uma descrição mais detalhada do tema.

de empresas para avaliar inúmeros riscos, entre os quais, o risco de diversos instrumentos financeiros complexos⁶⁸. Além disso, observa naquelas agências de *rating* um múltiplo conflito de interesses:

“They are multi-product firms that sell advisory and consulting services to the same clients to whom they sell ratings. This can include selling advice to a client on how to structure a security so as to obtain the best rating and subsequently rating the security designed according to these specifications”, (Buiter, 2007, p. 5).

E este conflito de interesses das agências é apoiado por Eichengreen (2009), Goldstein (2008), Persaud (2009) e Roubini e Mihm (2010), argumentando que as agências de *rating* tinham como objetivo dar uma visão imparcial da qualidade dos instrumentos de crédito que avaliavam. Contudo, as mesmas agências eram pagas por aqueles que emitiam os instrumentos de crédito. Os emitentes daqueles instrumentos tinham o interesse em receber a classificação mais alta possível para reduzir o custo do crédito. Deste modo, as agências basearam-se no sentido de promessas implícitas de classificações otimistas para ganhar mais negócios, onde essa polarização implicaria que os investidores acabariam proprietários dos créditos, que acabaram por serem muito mais fracos do que as classificações implícitas.

De forma a evitar o conflito de interesses, Buiter sugere que as agências se transformem em firmas de um só produto, ou seja, recomenda que estas empresas façam somente *rating*, não oferecendo nenhum outro tipo de serviço. Incentiva também uma maior competitividade no setor, ou seja, sugere um maior número de agências de *rating*, considerando que essa competição será saudável.

Quanto à desregulação competitiva internacional, o autor afirma que as regulações dos mercados financeiros são organizadas com base nacional, representando apenas os interesses dos representantes dos setores financeiros

⁶⁸ Destacamos os trabalhos de Baily *et.al.* (2008) e de Persaud (2009) expõem uma compreensão mais detalhada do processo de avaliação praticado pelas agências de *rating*.

domésticos. Contudo, avalia que enquanto a regulação dos mercados financeiros é nacional as finanças são internacionais, ou seja, globais.

Além disso, o autor ressalta que os reguladores desenvolvem mecanismos de incentivos com vistas a atrair negócios para as suas jurisdições, oferecendo regulações mais liberais e menos custosas. Portanto, desenvolve-se um ambiente de competição para quem oferece a regulação menos severa. Como solução, propõe uma agenda que envolva: a) uma maior cooperação internacional entre os reguladores (apesar de que entende que seja difícil de alcançar); b) um regime regulatório único da União Europeia para bancos e demais entidades financeiras; c) uma limpeza nas denominadas “regulações de conveniência”, pondo fim aos paraísos fiscais.

Dentre algumas das deficiências macroeconômicas assinaladas por Buiter que contribuíram para a crise, ressaltamos: a) a criação excessiva de liquidez pela Reserva Federal dos EUA e pelo BCE; b) o excesso de poupança global resultante da entrada de novos países superavitários (especialmente a China) no cenário econômico internacional.

Na realidade, a entrada de novos países superavitários no cenário internacional, associados à política financeira conservadora de acumulação de reservas com títulos do tesouro estadunidense, contribuiu para a queda das taxas de juros oferecida por aquele país. Além disso, as autoridades governamentais dos EUA precisavam na ocasião reativar a economia, que havia sido atingida pela ruptura da bolha tecnológica no início da década de 2000. Dessa forma, o excesso de liquidez gerado pelos Bancos Centrais, entre 2003 e 2006, associados ao declínio do nível das taxas de juros desde 2001, potencializou o mercado de crédito, sobretudo, o mercado imobiliário dos EUA⁶⁹.

A seguir, ilustramos o estudo de Goldstein (2008) que propõe uma agenda de dez reformas julgadas necessárias para prevenir futuras crises de natureza semelhante. Efetivamente, algumas reformas são mais importantes do

⁶⁹ Ressaltamos que essas mesmas conclusões são apresentadas nos trabalhos de Fernandez de Lis (2008), Roubini e Mihm (2010), Stiglitz (2008, 2010), Taylor (2009) e Visco (2009).

que outras, de onde destacamos as medidas mais relevantes sugeridas pelo autor.

Goldstein defende que os bancos de investimentos estejam sujeitos às mesmas regras de regulação que estão submetidos os bancos comerciais, defendendo, inclusive, uma estrutura semelhante à FIDICIA⁷⁰ existente para os bancos comerciais dos EUA:

“Without a FIDICIA-like framework for large investment banks, US authorities will find themselves in a tough situation”, (Goldstein, 2008, p. 5).

O autor sustenta como medida preventiva a necessidade de elaboração de um acordo internacional de padrões de liquidez para bancos e grandes bancos de investimentos. Contudo, sustenta que enquanto este acordo não exista, os EUA deverão impor o seu próprio acordo nacional de liquidez.

Goldstein sugere ainda uma agenda de reforma nas recomendações propostas pelo acordo de Basiléia II. Como exemplo, observa que o acordo de Basiléia II permite que os bancos possam utilizar seus próprios modelos internos para calcular o requerimento mínimo de capital. Em sua opinião, tais modelos internos normalmente subavaliavam a necessidade de capital para a maioria dos bancos dos EUA, deixando mais vulneráveis a futuras crises.

Adicionalmente, recomenda uma cisão nas atividades realizadas pelas agências de rating, separando aquelas agências que realizam rating, daquelas que efetuam consultoria, reduzindo assim o conflito de interesse existente entre as mesmas. Em seguida, propõe o desenvolvimento de ações coordenadas entre autoridades monetárias e reguladores para monitorar a formação de bolhas de preços em ativos financeiros, de forma a evitar que ambos se escusem do problema.

Em síntese, Goldstein entende que a crise financeira tem múltiplas causas. Contudo, avalia que a falha de regulação em grande escala é certamente

⁷⁰ FIDICIA - *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991*.

uma de suas razões principais. Ademais, sustenta que uma fraca regulação financeira não aumentará a competitividade e a liderança do sistema financeiro dos EUA, pelo contrário, contribuirá para potencializar a existência de futuras crises financeiras tal como a que vivenciamos atualmente.

Em comentário realizado a rede de televisão *Cable News Network* (CNN), Stiglitz (2008) faz um breve diagnóstico das causas que motivaram a eclosão da crise financeira internacional e, em seguida, apresenta um conjunto de medidas necessárias para reduzir a severidade de futuras crises.

Em princípio, argumenta que a Reserva Federal dos EUA falhou duas vezes, primeiro como entidade reguladora e, segundo na condução da política monetária. Na realidade, observa que a regulamentação negligente e o excesso de liquidez gerado por aquela entidade conduziram a formação da bolha imobiliária. No momento em que a bolha estourou, os empréstimos excessivamente alavancados realizados com base em ativos sobreavaliados entraram em colapso.

De fato, as recentes “inovações financeiras” simplesmente esconderam a extensão da alavancagem sistêmica, tornando os riscos das operações menos transparentes. Estas inovações financeiras, entretanto, potencializaram o colapso, tornando-o muito mais dramático do que em crises anteriores.

Quanto à regulamentação negligente, Stiglitz afirma que a política do FED era contrária a qualquer regulação, ou seja, efetivamente não se acreditava em regulação. Deste modo, quando os excessos do sistema financeiro foram observados, os gestores do FED chamaram aquele fenômeno de “regulação própria”.

Quanto à condução da política monetária, argumenta que a situação macroeconômica dos EUA estava débil em razão dos efeitos provocados pelo colapso da bolha tecnológica no início da década atual. Stiglitz sustenta que o corte das taxas básicas de juros pelo FED não foi realizado para estimular a

economia, mas para beneficiar uma “elite” que vinha logrando vantagens econômicas nas últimas décadas.

Diante das ações do FED, a bolha tecnológica foi substituída, paulatinamente, por uma nova bolha, a borbulha imobiliária. Dessa forma, as medidas do FED foram tomadas com vistas a manter a economia em andamento, todavia na visão do autor, foram ações terminantemente impensadas. E por qual a razão? Porque o povo americano estava vivendo à custa de dinheiro e tempo emprestados.

Não obstante as falhas da Reserva Federal dos EUA, as instituições financeiras também possuem culpa nesse processo de colapso. Na realidade, as entidades financeiras e seus executivos tinham incentivos que não eram alinhados com as necessidades da economia e da sociedade estadunidense. Ou seja, tais incentivos e estruturas financeiras eram projetadas focando em resultados de curto prazo, não importando os riscos contraídos:

“They were amply rewarded, presumably for managing risk and allocating capital, which was supposed to improve the efficiency of the economy so much that it justified their generous compensation. But they misallocated capital; they mismanaged risk - they created risk”, (Stiglitz, 2008, p. 2).

Por fim, Stiglitz oferece um conjunto de medidas julgadas necessárias para diminuir a severidade de futuras anomalias:

- a) Primeiro, defende uma correção nos incentivos dados aos executivos, reduzindo o espaço para conflitos de interesse e melhorando a informação oferecida ao acionista. Sugere, por exemplo, que os bônus passem a ser pagos aos executivos com base em resultados financeiros quinquenais e, não anuais como vinham sendo praticados;
- b) Segundo, sugere a criação de uma “comissão financeira da segurança do produto”, certificando-se de que os produtos comprados e vendidos pelos bancos, pelos fundos de pensão, entre outras entidades, sejam seguros para o “consumo humano.” As inovações financeiras devem ser

concebidas não para enganar as pessoas, mas para suprir suas reais necessidades;

- c) Terceiro, defende a criação de uma “comissão financeira da estabilidade dos sistemas” para fazer um diagnóstico permanente de todo sistema financeiro, reconhecendo as inter-relações existentes entre as partes, ajudando a impedir alavancagens sistêmicas excessivas;
- d) Quatro, recomenda a imposição de outras regulações para melhorar a segurança e a estabilidade do sistema financeiro, tal como a criação de “reduzidores de velocidade” para limitar os empréstimos concedidos. A expansão acelerada da atividade de empréstimo foi, historicamente, responsável por uma fração considerável das crises e este colapso não é nenhuma exceção;
- e) Em seguida, defende a elaboração de leis melhores de proteção ao consumidor, incluindo nesta lista, leis que impeçam as atividades de empréstimos predatórios; e
- f) Por último, sustenta a idéia de se desenvolver leis melhores de competição, tendo em vista que as instituições financeiras puderam atrair, em parte, diversos consumidores através dos cartões de crédito, por causa da ausência de competição.

Na mesma linha que Buiter (2007) e Stiglitz (2008), a publicação de Fernández de Lis (2008) dedica uma parte do seu trabalho ao diagnóstico da crise, de onde afirma que essa anormalidade foi causada, em parte, pelos excessos cometidos na fase anterior, caracterizada por um período de abundância de liquidez e reduzidas taxas de juros.

Diante de um panorama determinado pela queda das bolsas associadas à ruptura da bolha das empresas de tecnologia, agonizadas pelos eventos de 11 de setembro e, ainda potencializado pelos escândalos contábeis da ENRON e outras companhias, a Reserva Federal optou pela adoção de uma política de estímulo

monetário expansionista com a caída agressiva nas suas taxas básicas de juros em 2001-2004.

Na realidade, a decisão do FED foi baseada a partir da análise de possíveis cenários, de onde sua estratégia não apontava para um cenário central, nem para um cenário mais provável, mas para um panorama de risco, de maneira que se optou por uma política monetária mais “suavizada”, aceitando o risco de que a taxa de inflação superasse os objetivos, segundo a dedução de que o evento mais perturbador, ainda que pouco provável, de uma crise duradoura e profunda tivesse um custo muito maior para a sociedade.

Fernández de Lis (2008) observa que os primeiros anos desta década coincidiram com uma reduzida aversão ao risco, uma volatilidade muito pequena das principais variáveis financeiras e restringidas alternativas de investimentos. Deste modo, os bônus ofereciam uma rentabilidade muito pequena, em parte causada pela pressão da demanda de países emergentes que experimentavam um processo de acumulação de reservas bem intensa. Neste contexto, a dívida dos países emergentes alcançou um nível bem baixo, os *spreads* de crédito se situaram em níveis mínimos e, portanto, havia poucas alternativas de investimentos frente aos títulos estruturados relacionados com o mercado hipotecário.

Houve, em consequência, uma grande demanda por títulos de máxima qualidade creditícia, associada a mudanças regulatórias nas companhias de seguros que direcionou suas carteiras a títulos triple A. Deste modo, se colocou em marcha um processo de criação de títulos denominado de “alquimia financeira”: de um lado entravam títulos subprime e de outro lado saiam, basicamente, títulos triple A e, em razão menor, títulos com menor qualificação creditícia.

Segundo Fernández de Lis, a crise financeira foi causada em decorrência de falhas constatadas em diversos níveis: a) práticas nocivas na concessão de créditos por parte das entidades financeiras; b) falta de uma adequada gestão de

risco; c) créditos concedidos a devedores não solventes, cujas fontes de ingressos não eram verificadas; d) créditos hipotecários concedidos com base no valor da garantia, sem prestar atenção na capacidade de pagamento dos devedores e com *loan-to-value ratios*⁷¹ crescentes.

Como fator determinante da crise, este autor aponta também uma subavaliação dos riscos incorridos, por parte dos investidores que ao comprar os produtos securitizados desconheciam o risco que estava sendo assumido, e por parte das agências de rating que não avaliavam adequadamente aqueles produtos negociados⁷². Em definitiva, se aponta sérias deficiências associadas à regulação e supervisão financeira. Na realidade, os instrumentos financeiros não regulados negociados fora do balanço dos bancos ficaram a margem do alcance da supervisão.

O estudo de Taylor (2009), por sua parte, desenvolve uma análise empírica sobre os equívocos cometidos que possibilitaram gerar uma crise financeira de enorme magnitude. Segundo o argumento clássico, as crises financeiras são causadas por excessos cometidos que possibilitam um período de boom, seguido de uma inevitável ruptura. Como comparação, Taylor afirma que a recente crise financeira foi precedida de um período de boom, no caso imobiliário, seguido de uma ruptura, eclodindo em uma tormenta financeira nos EUA, atingindo posteriormente outros países.

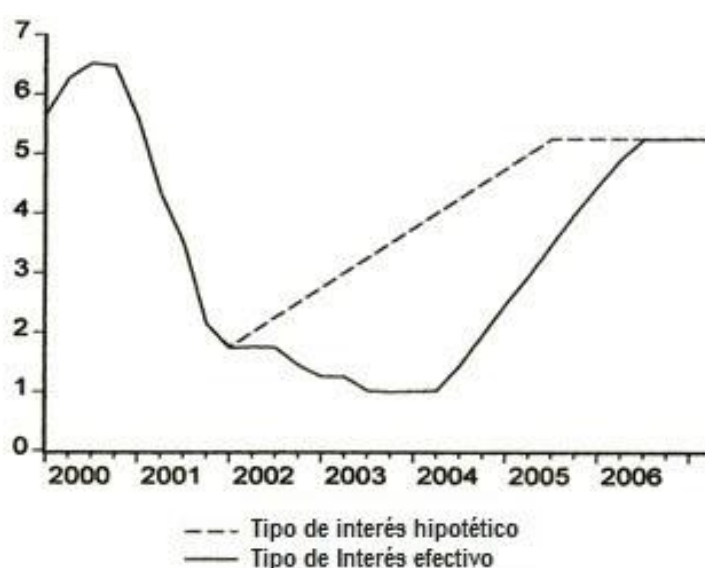
Em outro trabalho, Taylor (2007) faz uma advertência quanto aos excessos monetários cometidos pela Reserva Federal na condução das decisões das taxas básicas de juros na primeira metade da década. Deste modo, o gráfico 8 ilustra a evolução das taxas básicas de juros do FED durante a primeira metade da década e sua evolução sugerida (linha tracejada), segundo um modelo de

⁷¹ A razão *loan-to-value* (LTV) é um dos fatores de risco-chaves que os emprestadores avaliam ao qualificar os devedores para uma hipoteca. Neste sentido, o LTV expressa a quantidade do empréstimo concedido como uma porcentagem do valor total da propriedade real. Como exemplo, se o devedor quiser US\$ 130 mil para comprar uma casa de US\$ 150 mil, o LTV será de 130.000/150.000, ou seja, 87%.

⁷² Convém ressaltar que nos trabalhos de Buiter (2007), Eichengreen (2009), Krugman (2009), Persaud (2009), Roubini e Mihm (2010) e Stiglitz (2008) se chegam a conclusões similares.

taxas de juros determinado em razão de determinantes macroeconômicos fundamentais em consonância com a chamada regra de Taylor⁷³. Segundo a regra de Taylor, as taxas de juros deveriam ter começado a subir a partir do ano de 2001, seguindo uma trajetória ascendente alcançando seu nível máximo em 2005 (linha tracejada), ao invés de diminuir até uma taxa de 1% em meados de 2003 (linha cheia), permanecendo neste patamar de juros por mais de um ano.

Gráfico 8. Evolução da taxa básica de juros da Reserva Federal dos EUA



Fonte: Taylor (2007).

As decisões das taxas de juros fixadas nos últimos anos pelo FED ficaram muito abaixo do nível de juros sugerido pela experiência histórica. Taylor (2009) argumenta que a área compreendida entre a linha de juros fixada pela Reserva Federal e a trajetória sugerida por sua metodologia revela o estímulo monetário excessivo que a Reserva Federal impulsionou a economia dos EUA; incentivo que estimulou o boom imobiliário.

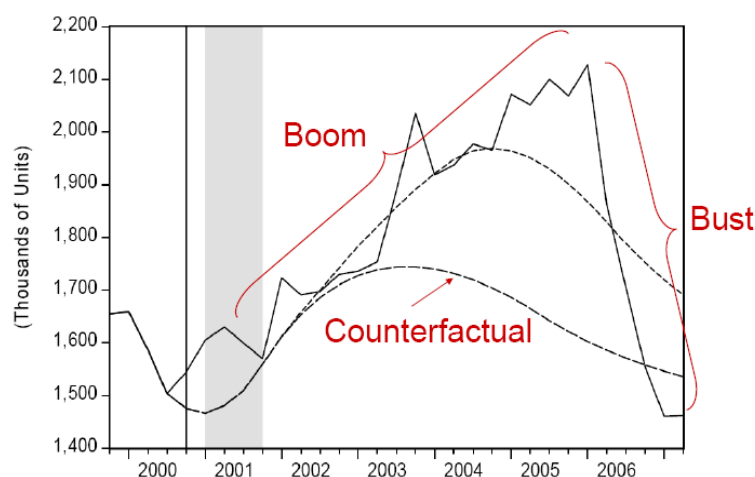
⁷³ Taylor (1993) sugere que o comportamento da taxa de juros que remuneram os títulos do tesouro estadunidense poderia ser muito bem representado por uma função linear, que ficou conhecida como Regra de Taylor. Por essa equação, a taxa de juros responde à inflação e ao excesso de nível da atividade econômica. Em outras palavras, o Banco Central fixava a taxa de juros segundo uma regra simples: a relação entre juros e inflação devia ser 1,5 para 1 e a relação entre juros e o excesso de atividade devia ser 1 para 0,5.

Para confirmar a hipótese de que o estímulo monetário imposto pela Reserva Federal, impulsionou o boom imobiliário, o autor emprega técnicas de regressão estatística estimando um modelo empírico que correlaciona as taxas de juros com a atividade imobiliária. Em seu estudo, Taylor confronta dois cenários na condução das taxas básicas de juros: a) um primeiro cenário utilizando a política atual de taxas de juros da Reserva Federal (*actual federal funds rate*); b) um segundo cenário de nível de juros sugerido pela regra de Taylor (*counterfactual federal funds rate*).

O primeiro cenário confirmou o boom imobiliário e a ruptura da bolha, enquanto que o segundo cenário impediu o boom e a ruptura. Deste modo, os resultados empíricos de Taylor confirmam a hipótese de que os excessos provenientes da política monetária expansionista de taxas de juros baixas foram a causa principal do boom, da ruptura e da crise (gráfico 9):

“In this way an empirical proof was provided that monetary policy was a key cause of the boom and hence the bust and the crisis”, (Taylor, 2009, p. 3).

Gráfico 9. Comparativo entre cenários de taxas de juros da Reserva Federal



Fonte: Taylor (2009).

Em síntese, o ensaio de Taylor (2009) está estritamente documentado e fundamentado. Contudo, não prescreve soluções precisas para prevenir futuras crises, destacando apenas um conjunto de princípios a serem seguidos com

vistas a prevenir ações e intervenções impensadas no futuro: a) primeiro, recomenda o retorno do receituário de princípios que eram utilizados para determinação das taxas de juros durante a Grande Moderação dos anos oitenta; b) segundo, sugere que toda e qualquer intervenção governamental seja fundamentada com base em um diagnóstico transparente do problema, justificando as razões daquelas intervenções; e c) terceiro, recomenda a criação de um *framework* extraordinário de acesso para prover assistência financeira a entidades financeiras com problemas de solvência.

3.3. ANÁLISE DAS CAUSAS ESTRUTURAIS DA CRISE FINANCEIRA

Numa visão mais aprimorada, indo mais além dos fatores imediatos descritos anteriormente, a origem da crise global é também atribuída a fatores estruturais que guardam uma relação mais profunda com a origem da crise. Dentro desta perspectiva, Wade (2008) realiza um diagnóstico da crise global, comunicando que estamos diante de uma mudança de regime na dinâmica do sistema financeiro internacional, impulsionado por uma perda geral de confiança da economia neoliberal que o legitima.

A reflexão gira em torno a “mudanças de regimes”, ou seja, mudanças substantivas nas regras econômicas internacionais, separadas por um intervalo aproximado de trinta anos entre elas. Em sua argumentação, Wade diferencia, em concreto, três regimes: a) um primeiro regime, caracterizado pelo Keynesiano, conduzido pelos acordos de Bretton Woods compreendendo o período de 1945-1975; b) um segundo regime, de 1975-2007/2008, administrado pelo neoliberalismo, consenso de Washington ou consenso da globalização, centrado na noção de que todos os Governos deveriam liberalizar, privatizar e desregular; c) um terceiro regime, ainda não qualificado, que talvez se converta em um período marcado mais pela falta de acordo do que por qualquer consenso.

Dentre as causas apontadas pelo autor como determinantes da crise financeira, consideramos que existem quatro que merecem ser especialmente

destacadas. Um primeiro fator aponta a queda nas taxas de lucros das corporações não financeiras que passaram a investir fortemente na especulação financeira para garantir a rentabilidade do capital. Um segundo fator se refere à formação de bolhas de ativos que se propagaram pelo mundo através da securitização. Em terceiro, o modelo bancário de originar e distribuir permitindo altas alavancagens financeiras e o desenvolvimento de instrumentos financeiros complexos. Uma quarta razão é a limitada regulação nas entidades financeiras, em especial, aquelas pertencentes ao sistema shadow banking.

Outro aspecto de certa importância, também assinalado por Wade, são os pilares do modelo global predominante da arquitetura financeira das últimas duas décadas, cuja credibilidade vinha sendo seriamente questionada. Na realidade, se observa que os três pilares de dita arquitetura funcionaram de forma deficiente até a eclosão da crise. Em primeiro lugar, os serviços regulatórios que deveriam proteger os depositantes dos bancos e os consumidores em geral apresentavam uma regulação débil. Em segundo, os mercados financeiros geraram alavancamentos e engenharias financeiras complexas, derivando em sua liquidação e num eventual resgate do Estado. Em terceiro lugar, a manutenção da estabilidade monetária pelo banco central, errou ao manter taxas de juros muito baixas permitindo o rápido crescimento do crédito que desembocou em bolhas de ativos.

Segundo sua concepção, o terceiro regime, surgido a partir da crise atual, consiste em revisar o papel de o terceiro pilar, ampliando o mandato dos bancos centrais, assegurando que deem mais atenção aos preços dos ativos⁷⁴. Deste modo, os gestores terão de apostar na expansão de um novo conjunto de medidas prudenciais. Em definitiva, Wade faz um convite à reflexão de forma a repensar no modelo atual. Em primeiro, sugere uma espécie de “economia mista”, em que algumas firmas combinariam interesses operando mais como utilidade do que maximização de lucros. Em segundo, recomenda que o modelo neoliberal seja repensado, já que enfatizou demasiadamente a acumulação do

⁷⁴ Exploramos este assunto no capítulo 11 deste trabalho.

capital ou o ajuste fiscal na economia, em detrimento do fortalecimento da demanda. Em terceiro, sugere a administração estratégica do comércio⁷⁵ e o controle do fluxo de capital à medida que daria uma maior autonomia aos Governos. Por último, recomenda que os regimes da economia global sejam repensados a fim de permitir a diversidade das regras e padrões, em vez de impor mais uniformidade.

Outras contribuições fazem um convite à reflexão sobre a conjuntura atual relativa à evolução da economia mundial, discutindo o modelo econômico que conduziu a esta situação de crise no sistema financeiro e quais poderiam ser as saídas, por meio de propostas procedentes dos agentes que formularam o próprio modelo neoliberal, assim como por meio de propostas alternativas que se poderiam estabelecer fora desse âmbito. É o caso de Vence (2008) que menciona que a crise financeira é uma consequência da profunda fragilidade do modelo neoliberal, de uma instabilidade derivada de uma distribuição de renda desigual que impede a evolução da demanda acompanhada da oferta. Em sua argumentação, o ritmo reduzido de crescimento dos salários não permitiu a criação de mercados para a ampliação da acumulação do capital, levando aos gestores políticos buscarem vias alternativas de estímulo da demanda.

Neste contexto, o incentivo as exportações se converte em uma das vias alternativas para estimular a demanda. A outra via de estímulo é a propagação da venda a crédito assumindo o compromisso de pagamento futuro, ou mediante o crescente endividamento da população com as entidades financeiras. Este padrão de funcionamento tem provocado um endividamento maciço da população de países que seguiram este modelo, padrão disseminado em boa parte do mundo atual.

Deste modo, a situação de endividamento generalizado se converteu na opção preferida de política econômica desde os anos oitenta e, sobretudo, a

⁷⁵ Objetivando frear os efeitos da guerra fiscal e o crescimento das exportações direcionadas, estimulando a indústria doméstica e os serviços que poderiam oferecer melhores condições de vida e de renda para as classes média e trabalhadora.

partir dos anos noventa, com o objetivo de bombear o próprio sistema. No momento em que eclodiu a bolha das empresas de tecnologia, a economia estadunidense não apresentava sinais de recuperação, levando aos gestores políticos reduzissem de forma considerável as taxas de juros, desregulamentando o sistema financeiro, ampliando o nível de créditos concedidos e, reduzindo o nível de garantias exigido para a sua concessão.

Desta maneira, uma parcela da população, que até aquela ocasião não teria possibilidades de ascender ao crédito, foi se inserindo no sistema, derivando-se num processo de endividamento que se generalizou a milhões de pessoas nos EUA. Por sua vez, os bancos criaram novos produtos financeiros, a partir dos créditos concedidos, que consistia em converter o crédito num título negociável nos mercados financeiros. Seguindo este raciocínio, o problema estadunidense não radicava concretamente nas hipotecas; mas na utilização pelas entidades financeiras para elaborar novos ativos fictícios que permitiram gerar uma “bola de neve” de captação sem suporte real, colocando no sistema financeiro uma quantidade desproporcionada de dinheiro fictício (Vence, 2008).

Em síntese, o estudo de Vence vem a concluir que a crise financeira não é resultado de uma anomalia conjuntural, mas de um problema estrutural de modelo, que foi se estabelecendo desde os princípios dos anos oitenta, donde a única maneira de mantê-lo vigente é seguir buscando um novo negócio fictício para se criar uma nova bolha, para que dure seis, sete anos, levando quatro ou cinco anos até chegar ao clímax e, em seguida, dois ou três anos para desinflar-se. Adicionalmente, se pode afirmar que o modelo neoliberal foi concebido para garantir a acumulação de capital sobre a base produtiva, não sendo viável em longo prazo e demonstrando uma grande fragilidade.

Em definitiva, o autor sugere algumas medidas que seriam as mais adequadas para a conjuntura atual, de onde destacamos as mais relevantes:

- a) Ter uma política monetária apropriada que vise o controle da inflação;

- b) Ter uma regulação profunda do sistema financeiro na direção de limitar os fluxos de caráter especulativo, incorporar restrições legais aos fluxos especulativos e, paralelamente, eliminar os paraísos fiscais que existem porque querem que existam;
- c) Ter uma limitação a essa roda sem fim da engenharia financeira no âmbito financeiro e de bolsas de valores;
- d) Favorecer e regular o estabelecimento de vínculos mais estreitos entre o sistema financeiro e o sistema produtivo e, em particular, no financiamento da inovação e das novas atividades;
- e) Ter uma política fiscal de distribuição de renda; e
- f) Perseguir a fraude fiscal e a evasão de capitais de forma a possibilitar a redistribuição da renda.

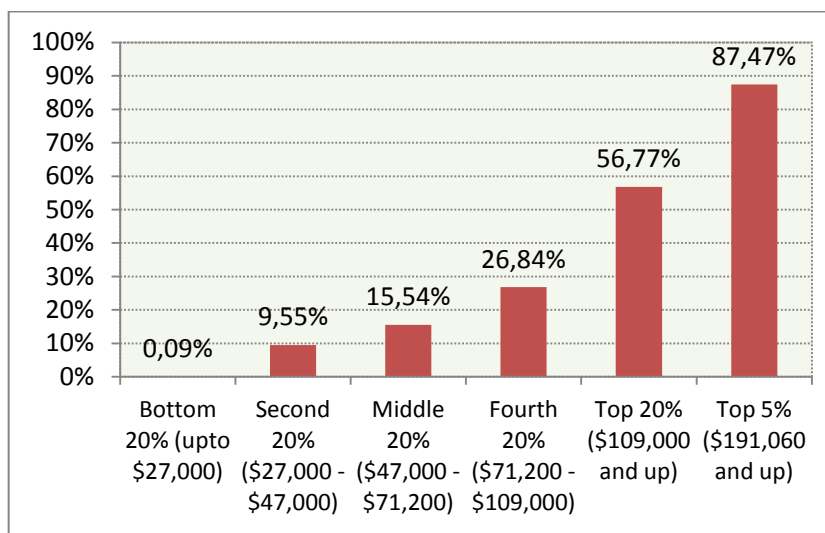
Outras perspectivas, como a de Fernandez *et.al.* (2008), apontam que a crise do subprime tem origens estruturais que vão muito mais além dos problemas relacionados com as práticas do mercado financeiro. Estes autores partem da hipótese de que a crise do subprime é outro episódio clássico de instabilidade financeira de Hyman Minsky⁷⁶. O slogan de Minsky “*stability breeds instability*” significa que a instabilidade financeira e o caos econômico são um fenômeno endógeno que nasce a partir de um sentimento de otimismo e confiança que surge da economia durante um boom. Pois bem, fazendo um paralelismo com o argumento de Minsky, estes autores defendem a idéia de que a “desigualdade gera instabilidade”.

De acordo com esta visão, a estagnação no ganho real dos salários das famílias estadunidenses em desvantagem econômica, associado ao aumento real

⁷⁶ Hyman Minsky (1919-1996) foi um conhecido economista estadunidense pós-keynesiano, cuja linha de investigação se centrou na fragilidade financeira intrínseca à evolução da economia e na compreensão de crises financeiras. Minsky descobriu que em tempos de bonança e prosperidade se desenvolve uma euforia especulativa enquanto aumenta o volume de crédito, até que os lucros produzidos sejam incapazes de honrar com os compromissos, ocasião em que a inadimplência produzida gera a crise. Deste modo, o resultado é uma contração dos empréstimos, inclusive para aquelas entidades que possuem a capacidade de honrar suas obrigações, momento em que a economia entra em recessão.

nos preços das moradias nunca permitiriam alcançar a propriedade (gráfico 10). Deste modo, a “democratização” dos proprietários minoritários não representou absolutamente nada, já que simplesmente consistiu em um aumento fictício na demanda por moradias, que posteriormente se transformou em uma tormenta financeira aos mutuários e aos credores de hipotecas.

Gráfico 10. Crescimento da renda média familiar, EUA (1979-2006)



Fonte: Fernandez *et.al.* (2008), dólares de 2006.

De forma adicional, esta argumentação conduz a interpretação de que a crise financeira não é um resultado da “exuberância irracional⁷⁷” dos agentes, mas é uma anomalia resultante de problemas estruturais profundos que são intrínsecos ao sistema capitalista. Tais problemas estruturais estão associados à questão da desigualdade, que tem sido a causa real da crise atual, donde a prática de emprestar a qualquer preço, imposto pelo subprime, foi apenas colocar um pano quente no problema da desigualdade. Em última instância, se declara que solucionar a crise através de ajudas financeiras governamentais, na melhor das hipóteses, restaurará a estabilidade financeira temporariamente, contudo não atacará a real causa do problema:

⁷⁷ Em geral, exuberância irracional, mania ou bolhas são as explicações essenciais para a instabilidade financeira. São expressões que representam a falha dos agentes do sistema em se comportar racionalmente. Deste modo, a instabilidade financeira é apresentada como não usual em um sistema de mercado de onde os indivíduos agem racionalmente. Ver, por exemplo, Shiller (2005) e Kindleberger e Aliber (2009) para uma compreensão mais detalhada do assunto.

“We argue that fixing the financial crisis through a bailout of any sort will, at best, restore temporary financial stability and will not address the root cause of the problem”, (Fernandez *et.al.*, 2008, p. 25).

De forma a atacar o problema pela raiz, ou seja, lidar com a causa real do problema, os autores sugerem um *update*⁷⁸ no programa de empregabilidade de Minsky que asseguraria aos hipotecados o acesso a uma oportunidade de empregos decente⁷⁹. Diretamente, isto ajudaria as famílias a manterem suas casas e promoveria um ambiente de estabilidade e, indiretamente, estabilizaria os títulos securitizados no mercado em geral.

Na mesma linha dos estudos anteriores, Sapir (2008) defende que a crise financeira atual é muito mais do que o resultado do colapso na indústria de hipotecas estadunidenses que contaminou o sistema financeiro mundial, em razão do desenvolvimento de opacos instrumentos financeiros derivativos não regulados. Afirmar que a crise é produto de uma política neoliberal conservadora, perpetuada pelos EUA e por alguns países europeus desde os anos oitenta. Política neoconservadora que havia sido disseminada nos países de economia emergente com o então consenso de Washington e que resultou na crise financeira de 1997-1999 naqueles países.

Sapir argumenta que devido ao empobrecimento da classe média, fruto de uma política neoconservadora de concentração de renda, a expansão do crédito tornou-se necessária para estimular a demanda interna e o crescimento econômico dos EUA entre 2001 e 2007. Como consequência, os gestores de política relaxaram as condições para a concessão de empréstimos, permitindo a uma razoável parcela da população o acesso ao crédito, possibilitando assim o rápido desenvolvimento de um mercado de contratos hipotecários.

⁷⁸ Ou seja, uma atualização no programa de empregabilidade.

⁷⁹ De acordo com a argumentação, o programa *Employer of Last Resort Program* de Minsky poderia garantir a oportunidade real de emprego para toda a sociedade assalariada. A filosofia de Minsky sobre criação de trabalho é uma em que o governo poderia “pegar trabalhadores como eles são” e fornecer um treinamento intenso *on-the-job*, quando requerido.

De acordo com sua argumentação, grande parte da população não reunia as condições necessárias para a aquisição de moradias face ao seu empobrecimento sendo, deste modo, incentivadas a adquirir propriedades por meio de contratos hipotecários, motivadas pelo sentimento de que os preços das casas não paravam de subir. Como grande parte dos contratos hipotecários havia sido firmada através de taxas de juros ajustáveis, isto permitiu aos devedores pagarem nos primeiros anos cotas com juros baixos que seriam posteriormente “ajustados”. Deste modo, dava-se uma falsa sensação de que àquelas cotas estariam adequadas ao orçamento familiar, o que era uma inverdade.

Na ocasião em que os preços das casas começaram a baixar ao invés de subir, tornou-se cada vez mais difícil vender outras moradias e, como resultado, o índice de inadimplência começou a subir potencializado ainda pelos ajustes dos juros dos contratos hipotecários ARM⁸⁰. Ilustra, por exemplo, que 43% das inadimplências verificadas no terceiro trimestre de 2007 eram provenientes de contratos subprime ARM, o que leva a concluir que o mecanismo hipotecário ARM foi uma das principais causas da crise:

“Clearly, the Adjustable Rate Mortgage mechanism has been one of the major triggers of the crisis”, (Sapir, 2008, p. 82).

Ainda que o ensaio de Sapir atribua às práticas da política neoliberal a causa de toda a crise financeira em curso, estando suas argumentações fundamentadas, não observamos em seu estudo soluções precisas para prevenir futuras crises. Na prática, sugere, por parte dos economistas heterodoxos, o desenvolvimento de uma agenda completa de reformas políticas e institucionais que derrubem os pressupostos criados pela revolução neoliberal:

“The months to come could see a growing awareness of the need for heterodox or “realist” economists to come forward with a fully developed agenda for institutional and economic policy reform aimed at dismantling what the neo-liberal revolution created”, (Sapir, 2008, p. 101).

⁸⁰ ARM - *Adjustable Rate Mortgage*.

Chesnais (2008), em concordância com as contribuições de Sapir e Vence (2008), sustenta que estamos enfrentando um novo tipo de crise que será manifestada de forma brutal na mesma magnitude que se manifestou a crise climática mundial. Este autor argumenta que a criação de formas artificiais para ampliar a demanda efetiva, que somadas a outras formas de criação de capital fictício⁸¹, gerou as condições para que a crise financeira se manifestasse prontamente. Segundo esta percepção, todo o processo de liberalização e globalização financeira, iniciado nas décadas de oitenta e noventa, esteve baseado em um sistema de acumulação de capital fictício em poder de fundos de investimentos, fundos de pensões e fundos financeiros. Em particular, EUA e Reino Unido deram um impulso extraordinário em suas economias com a criação de capital fictício em forma de crédito, crédito outorgado a indivíduos que não teriam a mínima condição de pagar.

Por sua parte, o estudo de Álvarez e Medialdea (2009) sustenta a hipótese de que o processo de financialização da atividade econômica, intrínseco a política neoliberal, é o elemento fundamental que produziu a origem da crise atual⁸². Na realidade, trata-se de designar um novo padrão de acumulação do capital em que a obtenção da rentabilidade das empresas fica subordinada às operações financeiras, em lugar das operações produtivas. Dessa forma, o capital financeiro recupera a capacidade de valorizar-se, criando enormes bolsas de capital fictício que de fato não financiam a atividade produtiva, estimulando a formação de bolhas especulativas⁸³.

Essa dinâmica de acumulação de capital fictício desconectada dos próprios fundamentos da atividade produtiva tem limites. Em concreto, os benefícios derivados da compra e venda especulativa de ativos diminuem no

⁸¹ Em sua argumentação, o capital fictício seria acumulações de títulos que dariam direitos aos detentores a dividendos e juros, mas, em situações de crise, se revelam fictícios, ou melhor, desaparecem não possuindo nenhum valor.

⁸² Veja, por exemplo, Epstein (2001), Foster (2008), Medialdea e Álvarez (2008) e Stockhammer (2009) para uma análise mais detalhada do conceito de financialização.

⁸³ Efetivamente, a natureza fictícia dos ativos financeiros está associada ao fato de que os fluxos dos mercados financeiros desdobram em muitas vezes o valor das variáveis econômicas fundamentais como o PIB, o comércio internacional, o nível de reservas mundiais, etc.

momento em que os agentes percebem que a desconexão com o valor real é tal que não será possível seguir vendendo a preços especulativos; condição indispensável para obter rentabilidade com a operação. Deste modo, as bolhas especulativas estalam e os preços voltam a conectar-se com o valor real, desaparecendo os valores especulativos como se nunca houvessem existido.

No caso específico estadunidense, a bolha imobiliária e a dinâmica do endividamento alcançaram dimensões espetaculares: os bancos canalizavam seu excesso de liquidez a concessão massiva de créditos, incluindo créditos hipotecários. As hipotecas de alto risco eram avaliadas pelo próprio valor das moradias compradas, que não paravam de valorizar-se fruto de uma dinâmica especulativa nos preços. O incremento nos preços dos imóveis permitia a renegociação das hipotecas, de forma que as famílias utilizavam este aumento para financiar todo o tipo de gastos de consumo excedente. No momento em que produziu a ruptura da bolha de preços imobiliários, provocou um curto circuito em todo o processo de endividamento, com um forte incremento nas taxas de inadimplência, sobretudo nas famílias desprovidas de recursos.

Os efeitos da ruptura da bolha imobiliária estadunidense não se limitaram a uma mera correção dos preços e redução do nível da atividade de construção, desencadeando uma reação em cadeia sem precedentes nos mercados financeiros internacionais. A reação em cadeia, que levou a quebra e problemas de solvência de diversas entidades financeiras, não está somente vinculada com o crédito hipotecário e sim com o próprio processo de financialização que deu lugar a um complexo entranhado de capital fictício que contaminou o sistema financeiro, através da securitização (Álvarez e Medialdea, 2009).

Há um notável paradoxo quanto às práticas neoliberais, que no passado recente condenavam a intervenção do Estado quando este promovia ações destinadas a serviços sociais ou bens públicos, e agora fazem uso do mesmo Estado para resgatar as entidades que se enriqueceram durante o período da bolha especulativa. Em sua argumentação, as intervenções realizadas pelos Governos para garantir estabilidade financeira são medidas que traduzem uma

transferência de rendas dos cofres públicos as entidades financeiras, sem nenhuma garantia futura de reposição. Em síntese, o Estado intervém socializando as perdas a favor do capital financeiro, com o agravante de que não interveio no passado para compartilhar as ganâncias.

Os enormes planos de resgate impostos pelos Governos são alvo de críticas severas pelos autores, já que não existe nenhuma contrapartida de garantia futura de empregabilidade frente à crise. Em sua percepção é possível a adoção de outras medidas frente à crise a favor de uma maioria social: a) o dinheiro público, por exemplo, deveria estar reservado a criar postos de trabalhos à população desempregada; e b) os recursos públicos deveriam prover serviços de qualidade à população que necessita agora mais do que nunca.

Em definitiva, Álvarez e Medialdea (2009) sugerem que os Estados deveriam promover de forma coordenada uma reforma dos sistemas impositivos, combater a fraude e a ilegalidade dos paraísos fiscais; o que permitiria contar com recursos públicos suficientes. Por outro lado, as ajudas ao setor financeiro deveriam ser substituídas por auxílio direcionado a um sistema financeiro público a serviço das necessidades sociais insatisfeitas. Igualmente, sugerem impulsionar uma nova regulamentação nos mercados de trabalho com vistas a garantir empregabilidade estável e de qualidade, permitindo reverter à tendência de queda dos salários sobre a renda nacional.

Em continuação, os estudos de Crotty (2008) e Epstein (2009) abordam de forma sistemática as origens da crise global, sustentando a idéia de que a crise é atribuída ao sistema neoliberal que permitiu, ao longo das últimas décadas, a desregulamentação extrema dos mercados financeiros, criando a denominada “Nova Arquitetura Financeira”. Esta é denominação, por sua vez, é fundamentada na hipótese de que os mercados financeiros são eficientes, necessitando do mínimo de monitorização e regulação.

Na realidade, a crença na história de eficiência dos mercados financeiros disseminou-se por completo nos mercados globais nos últimos anos, fazendo

com que pessoas físicas, investidores institucionais e entidades financeiras aceitassem de bom grado o risco, alimentando a especulação e acreditando que nenhum investimento era suficientemente arriscado, o que incentivava ainda mais a propensão ao risco tomado.

No entanto, o surgimento da atual crise global demonstra com suma nitidez que quase todos os princípios de mercados financeiros eficientes preconizados pelo neoliberalismo eram incorretos. O capitalismo de livre mercado em sistema de auto-regulação é fundamentalmente instável, necessitando de regulação adequada, para evitar assim o surgimento de episódios econômicos destrutivos. Deste modo, os mercados financeiros devem ser enquadrados e controlados pelos Governos e por outras instituições sociais, com a finalidade de trabalhar de forma eficiente e servir as necessidades da sociedade, e não o contrário (Crotty, 2008; Epstein, 2009)

Segundo a argumentação de Epstein (2009), as respostas governamentais frente à crise financeira foram muito pequenas, mal orientadas, tardias e demasiadamente neoliberais. Ainda que o autor reconheça que os esforços tenham sido enormes e sem precedentes nos últimos sessenta anos, tais esforços foram centrados, até o momento, quase que exclusivamente no setor financeiro, quando a economia real está na iminência de desmoronar-se. Além disso, avalia que os governos, de início, ignoraram a crise, não oferecendo respostas imediatas para combater o problema. Respaldados pelo velho argumento de que deixem o mercado financeiro funcionar, os bancos centrais se recusaram a fazer algo, contudo acabaram compelidos, pelos acontecimentos subsequentes, a intervir para impedir uma bancarrota maior.

A obsessão neoliberal por governo mínimo reprimia uma considerável iniciativa orçamental para restaurar o bem-estar econômico. O problema estava de fato na crença no modelo neoliberal, que limitou a política orçamental centrando toda sua atenção na política monetária, mantendo-se a idéia de que os fundamentos econômicos funcionavam bem. Contudo, as bases do modelo neoliberal ruíram a partir de setembro de 2008. Tensões financeiras inusitadas

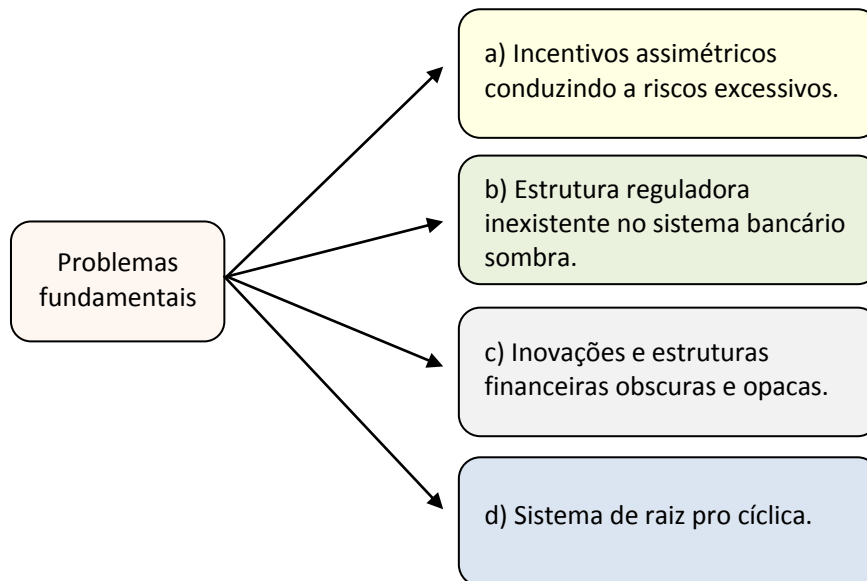
emergiram, sendo acompanhadas por tentativas da Reserva Federal estadunidense e das principais economias, atuando como emprestadores de última instância. Deste modo, os principais governos investiram cifras impressionantes para salvar da falência as instituições financeiras, reduzindo dramaticamente as taxas de juros e apoiando os mercados de crédito, garantindo os empréstimos (Crotty, 2008; Epstein, 2009).

Tais ações representaram nesta linha uma forte transposição da utilização da política monetária do banco central, para a utilização tardia da política orçamental como ferramenta principal do prestador de última instância. Ainda assim, o Tesouro deslocou a despesa feita pelo Estado, que poderia ter sido usada diretamente para recolocar as pessoas no trabalho e, em troca, preferiu voltar-se para a política monetária investindo nos bancos, com a idéia de que teria efeitos de arrasto positivos sobre a economia real (Epstein, 2009).

Em definitiva, na concepção de Epstein o sistema financeiro fracamente regulado, fundamentado na hipótese de eficiência dos mercados financeiros representou a principal causa estrutural desta crise global. Desde esta perspectiva, Crotty e Epstein (2008) analisam um conjunto de problemas fundamentais presentes no sistema financeiro que suscitarão na eclosão da crise global, propondo um programa regulador de nove pontos concebido para finalizar esta dinâmica destrutiva⁸⁴. Deste modo, os autores demonstram que na origem de todo processo está presente um conjunto de quatro problemas fundamentais (figura 4): a) os incentivos assimétricos e viciosos que conduzem os agentes financeiros a assumirem riscos excessivos; b) uma estrutura reguladora laxista e virtualmente inexistente no caso do sistema bancário sombra; c) a existência de inovações e estruturas financeiras obscuras e opacas; d) um sistema de raiz procíclica, na sua dinâmica interna.

⁸⁴ O programa regulador de nove pontos foi idealizado para ter uma função corretiva sendo apresentado de acordo com base nos problemas fundamentais identificados pelos autores

Figura 4. Síntese dos problemas fundamentais no sistema financeiro atual



Fonte: Elaboração própria a partir das informações de Crotty e Epstein (2008).

3.4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste terceiro capítulo, efetuamos uma análise dos fatores determinantes da crise global, a partir de uma revisão crítica da literatura que aborda a temática em questão. Conforme mencionado, a origem da crise é atribuída, desde um ponto de vista metodológico, a fatores imediatos, que conservam uma relação direta e mais estreita com o problema das hipotecas, como também a fatores estruturais, ou seja, a elementos que guardam uma relação indireta e mais profunda com a origem da crise (ver, figura 3).

No estudo realizado das causas imediatas e estruturais da crise financeira, em epígrafes precedentes, foi observada uma série de razões que justificaram sua manifestação das quais, apesar de registrar algumas diferenças entre si, possuem também pontos em comum. Destacamos os pontos que julgamos mais relevantes, extraídos das informações contidas do quadro de síntese relativo às principais causas imediatas e estruturais (ver, quadro 3):

- Dentre as causas imediatas apontadas, o diagnóstico dos autores sugere que a crise financeira é resultado de uma regulamentação negligente nas

entidades do sistema financeiro e de falhas da Reserva Federal dos EUA na condução da política monetária, ao praticar excessos monetários com uma estratégia expansionista de taxas de juros baixas no período precedente a crise;

- Desde uma perspectiva imediata, a crise foi também resultado de uma subavaliação dos riscos incorridos pelos investidores e, sobretudo pelas agências de rating que não avaliavam adequadamente os produtos securitizados. Ademais, os instrumentos financeiros não regulados negociados fora do balanço dos bancos ficaram fora do alcance da supervisão;
- A crise é também resultado de práticas lesivas na concessão de créditos a devedores não solventes e de créditos hipotecários que eram concedidos com base no simples valor da garantia outorgada;
- Por outro lado, do ponto de vista estrutural, o diagnóstico dos autores sugere que a crise é resultado de uma multiplicidade de causas indiretas e profundas que vão mais além do que falhas observadas na regulação do sistema financeiro;
- Desde uma perspectiva estrutural, a crise é atribuída ao sistema neoliberal que possibilitou a desregulamentação dos mercados criando a “Nova Arquitetura Financeira”, fundamentada na hipótese de eficiência dos mercados de capitais;
- A crise é também resultado de um modelo econômico neoconservador que consentiu, ao longo do tempo, o agravamento da distribuição desigual da renda, empobrecendo ainda mais as classes menos favorecidas; e
- Em última instância, a crise não é resultado de uma anomalia conjuntural, mas de um problema notoriamente estrutural, que permitiu a criação e a propagação de negócios fictícios, através da formação de bolhas de preços

que se inflam durante um tempo e depois se rompem, com consequências perniciosas para todo o sistema econômico⁸⁵.

E quais as soluções propostas para o fim da crise e a reconstrução econômica? Evidentemente, não há um receituário singular de medidas que ponham fim a esta crise sistêmica. São sugestões elaboradas com base no diagnóstico de seus fatores determinantes, assim classificados como imediatos e estruturais. Destacamos a seguir algumas sugestões mais relevantes extraídas do quadro de síntese (ver, quadro 3):

- As falhas de regulação poderiam ser solucionadas através da reforma no sistema financeiro, obedecendo à regra básica de que qualquer entidade financeira que deva ser resgatada durante uma crise, deverá estar sujeita a mesma regra de regulação quando não haja colapso;
- As falhas de regulação poderiam ser resolvidas através da cooperação internacional entre os reguladores, mediante o estabelecimento de um regime regulatório único da União Europeia, por exemplo, para as entidades financeiras. Tais falhas poderiam ser minimizadas através da limpeza nas “regulações de conveniência”, pondo fim aos paraísos fiscais;
- As agências de rating deveriam, por exemplo, se transformar em empresas de um só produto, separando as agências que realizam rating daquelas que efetuam consultoria, com o objetivo de evitar o conflito de interesses;
- Por outro lado, há autores que vão mais além, sugerindo repensar o modelo neoliberal, tendo em conta que este modelo enfatizou a acumulação do capital ou o ajuste fiscal na economia, em detrimento do fortalecimento da demanda;
- Para reduzir as questões de desigualdade, alguns autores recomendam, por exemplo, um update no programa de empregabilidade de Minsky,

⁸⁵ No que se diz respeito à questão de bolhas de preços de ativos e seu impacto sobre o setor real da economia será tratado em detalhes na parte II deste trabalho.

assegurando aos hipotecados acesso a melhores oportunidades de empregos e promovendo um ambiente de desejada estabilidade; e

- Outros autores sugerem uma regulação estrita do sistema financeiro limitando os fluxos especulativos, incorporando restrições legais e eliminando os paraísos fiscais.

Em definitiva, a crise global financeira foi originada por perdas provenientes do *default*⁸⁶ dos empréstimos das hipotecas estadunidenses e, em sequência, intensificada em termos globais, tendo em vista que grande parte daquelas hipotecas havia sido securitizada e distribuída a investidores institucionais. Isto nos conduz a algumas reflexões.

Em primeiro lugar, nosso diagnóstico, que parte de uma revisão sistematizada do atual marco explicativo, aponta que a crise financeira tem uma multiplicidade de causas que permitiram sua manifestação. Naturalmente, algumas causas apontadas são mais importantes do que outras, contudo, resulta essencial ter o conhecimento do conjunto das causas, tratando de ver mais além de “as árvores que não deixam ver o bosque”, com o fim de contribuir a que este tipo de fenômeno não se torne recorrente no futuro.

Em segundo lugar, parece existir um consenso na literatura (Buiter, 2007; Eichengreen, 2009; Fernández de Lis, 2008; Goldstein, 2008; Krugman, 2009; Roubini e Mihm, 2010; Stiglitz, 2008) de que a crise financeira é resultado de uma regulamentação negligente do sistema financeiro. Em nossa percepção, em concordância com o pensamento de outros autores (Álvarez Medialdea, 2009; Fernández *et.al.*, 2008; Sapir, 2008; Stockhammer, 2009; Wade, 2008), a questão vai um pouco mais além do que falhas na regulação dos mercados financeiros. Destarte, em linha com a argumentação de Crotty (2008), Crotty e Epstein (2008) e Epstein (2009), resulta mais razoável refletir que foi o sistema financeiro fracamente regulado, fundamentado na hipótese de eficiência dos mercados,

⁸⁶ O termo incumprimento (*default*, em inglês) surge no momento em que um devedor não cumpre as suas obrigações segundo um determinado contrato de empréstimo. O *default* pode ocorrer por o devedor não querer ou, então, por não poder pagar a sua dívida contratada.

defendidos pelo modelo neoliberal nas últimas décadas, o fator determinante desta crise financeira.

Em terceiro lugar, não cabem dúvidas de que um sistema financeiro liberalizado, que, por um lado, oferece oportunidades de lucros extraordinários, por outro, possui uma enorme capacidade de gerar erros que se reproduzem. Neste sentido, tanto a inovação financeira como o entusiasmo em assumir novos riscos geram um rápido aumento do crédito, o que provoca uma alta nos preços dos ativos, vendas em pânico, insolvência massiva e recessão. Deste modo, um sistema de crédito não regulado se há revelado como um sistema inerentemente instável e desestabilizador.

Em quarto lugar, a crise financeira é também uma anomalia resultante de problemas que são estruturais intrínsecos ao modelo neoliberal, que estão relacionados ao fenômeno da desigualdade. Desde esta perspectiva, nosso diagnóstico converge com a idéia de que “a desigualdade gera instabilidade”, na mesma linha assinalada por Fernandez *et.al.* (2008). De fato, as classes de pessoas menos favorecidas – fruto de uma política responsável pela elevação da desigualdade de renda - que não reuniam as condições necessárias para fazer frente aos compromissos de pagamentos futuros não podiam ser induzidas, em hipótese alguma, a entrar num negócio hipotecário fictício.

Para finalizar, está evidente que a crise global financeira necessita de soluções definitivas e não paliativas para que um problema dessa magnitude não seja recorrente. As soluções propostas devam ir mais além do que reformar a regulação do sistema financeiro. Tais soluções deverão concentrar os recursos disponíveis para resolver os problemas da desigualdade, onde o papel do Estado precisa ser resgatado, já não como ajuda a entidades financeiras irresponsáveis, mas como um articulador de um desenvolvimento mais justo e sustentável e, com uma forte participação da sociedade.

Quadro 3. Síntese da análise das causas apontadas e soluções para a crise

Tipo	Causas Apontadas	Soluções Propostas
I. Causas Imediatas	<ul style="list-style-type: none"> • A crise global é resultado de uma regulamentação negligente das entidades do SF (Buitier, 2007; Eichengreen, 2009; Fernández de Lis, 2008; Goldstein, 2008; Krugman, 2009; Roubini e Mihm, 2010; Stiglitz, 2008) e de falhas do FED na condução da política monetária, ao praticar excessos com uma estratégia expansionista de taxas de juros baixas no período precedente a crise (Buitier, 2007; Eichengreen, 2009; Fernández de Lis, 2008; Roubini e Mihm, 2010; Stiglitz, 2008; Taylor, 2007; Taylor, 2009; Visco, 2009). 	<ul style="list-style-type: none"> • Reforma do SF, obedecendo à regra de que qualquer entidade que deva ser resgatada durante uma crise deverá estar sujeita a mesma regra de regulação, quando não haja colapso (Krugman, 2009; Goldstein, 2008).
		<ul style="list-style-type: none"> • Cooperação internacional, mediante a criação de um regime regulatório único da UE para as entidades financeiras. Limpeza nas “regulações de conveniência” pondo fim aos paraísos fiscais (Buitier, 2007).
		<ul style="list-style-type: none"> • Imposição de regulações para melhorar a estabilidade do SF, tal como a criação de “redutores de velocidade” para controlar os empréstimos concedidos (Stiglitz, 2008).
		<ul style="list-style-type: none"> • Elaboração de uma “comissão financeira de estabilidade” para fazer uma avaliação constante do SF (Stiglitz, 2008).
		<ul style="list-style-type: none"> • Criação de um acordo internacional de padrões de liquidez as instituições financeiras (Goldstein, 2008).
		<ul style="list-style-type: none"> • Retorno dos princípios usados para as taxas básicas de juros durante a etapa da Grande Moderação (Taylor, 2009).
	<ul style="list-style-type: none"> • A crise foi resultado de uma subavaliação dos riscos incorridos pelos investidores e pelas agências de rating que não avaliavam adequadamente os produtos financeiros securitizados (Buitier, 2007; Eichengreen, 2009; Fernández de Lis, 2008; Persaud, 2009; Roubini e Mihm, 2010). 	<ul style="list-style-type: none"> • Agências de rating se transformarem em firmas de um só produto, separando aquelas que realizam rating das outras que efetuam consultoria (Buitier, 2007; Goldstein, 2008).
		<ul style="list-style-type: none"> • Estruturas mais simples de securitização, colocando restrições à complexidade dos instrumentos negociados (Buitier, 2007).
		<ul style="list-style-type: none"> • Criação da “comissão financeira da segurança do produto” para garantir mais segurança aos produtos negociados (Stiglitz, 2008).

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 3. Síntese da análise das causas apontadas e soluções para a crise

I. Causas Imediatas	<ul style="list-style-type: none"> • A crise foi causada em razão de práticas nocivas na concessão de créditos concedidos a devedores não solventes e de créditos hipotecários fornecidos com base no valor da garantia (Fernández de Lis, 2008). 	<ul style="list-style-type: none"> • Não apresenta soluções precisas para a contenção de novas crises.
	<ul style="list-style-type: none"> • As entidades financeiras possuem culpa, tendo em conta que os seus incentivos não eram alinhados com as necessidades da economia, sendo projetados em resultados de curto prazo, não importando os riscos contraídos (Stiglitz, 2008). 	<ul style="list-style-type: none"> • Defende uma correção nos incentivos dos executivos, reduzindo o espaço para conflitos de interesse e melhorando a informação oferecida ao acionista (Stiglitz, 2008).
II. Causas Estruturais	<ul style="list-style-type: none"> • A crise global é resultado de uma multiplicidade de causas indiretas que vão mais além do que falhas na regulação do SF (Álvarez e Medialdea, 2009; Fernandez <i>et.al.</i>, 2008; Sapir, 2008; Stockhammer, 2009; Wade, 2008). 	<ul style="list-style-type: none"> • Recomenda repensar o modelo neoliberal e revisar o modo como a finança global opera, já que este modelo ressaltou a acumulação do capital ou o ajuste fiscal, em detrimento do fortalecimento da demanda (Wade, 2008). • Desenvolvimento de uma agenda completa de reformas políticas e institucionais que derrubem os pressupostos que o neoliberalismo criou (Sapir, 2008).
	<ul style="list-style-type: none"> • A crise é atribuída ao sistema neoliberal que permitiu a desregulamentação dos mercados financeiros, criando a “Nova Arquitetura Financeira”, baseada na hipótese de que os mercados de capitais são eficientes, necessitando do mínimo de monitorização e regulação (Crotty, 2008; Crotty e Epstein, 2008; Epstein, 2009). 	<ul style="list-style-type: none"> • Na origem do processo, estão presentes quatro problemas principais, de onde propõem um programa regulador de nove pontos (Crotty e Epstein, 2008; Epstein 2009).
	<ul style="list-style-type: none"> • A crise é decorrente da fragilidade do modelo neoconservador que permitiu o aumento da desigualdade da renda, empobrecendo ainda mais as classes desfavorecidas (Fernandez <i>et.al.</i>, 2008; Sapir, 2008; Stockhammer, 2009; Vence, 2008); 	<ul style="list-style-type: none"> • Propõem um update no programa de Minsky, garantindo aos hipotecados a maiores oportunidades de empregos, ajudando as famílias a manterem suas casas e gerando um cenário estável (Fernandez <i>et.al.</i>, 2008).
		<ul style="list-style-type: none"> • Sugerem uma nova regulamentação nos mercados trabalhistas para garantir mais estabilidade e qualidade nos empregos, revertendo à tendência de queda dos salários sobre a renda nacional (Álvarez e Medialdea, 2009).

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 3. Síntese da análise das causas apontadas e soluções para a crise

II. Causas Estruturais	<ul style="list-style-type: none"> • Ver causa apontada anterior. 	<ul style="list-style-type: none"> • Recomendam o desenvolvimento de uma política fiscal de distribuição de renda, perseguindo a fraude fiscal e a evasão de divisas (Álvarez e Medialdea, 2009; Vence, 2008).
	<ul style="list-style-type: none"> • A crise não é resultado de uma anomalia conjuntural, mas de um problema estrutural de modelo, que permitiu a criação e a propagação de negócios fictícios, através da formação de bolhas de preços que se inflam durante um tempo e depois se rompem (Chesnais, 2008; Vence, 2008). 	<ul style="list-style-type: none"> • Recomenda uma regulação estrita do SF limitando os fluxos especulativos, incorporando restrições legais e eliminando os paraísos fiscais (Vence, 2008).
		<ul style="list-style-type: none"> • Sugere a administração estratégica do comércio e o controle do fluxo de capital, dando uma maior autonomia aos governos (Wade, 2008).
		<ul style="list-style-type: none"> • Sugere a imposição de limites à roda sem fim da engenharia financeira no âmbito financeiro e de bolsas de valores (Vence, 2008).

Fonte: Elaboração própria.

PRINCIPAIS CONCLUSÕES DA PRIMEIRA PARTE

No capítulo 1 desenvolvemos uma reflexão teórica sobre a evolução do sistema monetário e financeiro com o objetivo de descrever o desdobramento histórico do sistema financeiro global. Em essência, tratamos de apresentar neste capítulo o padrão ouro clássico, o acordo de Bretton Woods e o seu posterior colapso que conduziu a economia mundial à globalização.

O primeiro sistema monetário propriamente dito refere-se ao padrão ouro clássico. Neste padrão, os países estabeleciam suas moedas em termos de uma quantidade de ouro, onde a emissão de dinheiro estaria vinculada ao nível de reservas de ouro. Na sequência, a Primeira Guerra Mundial pôs fim ao padrão ouro, aonde nenhum acordo formal foi alcançado até a conferência de Bretton Woods.

O sistema de Bretton Woods em 1944, por sua vez, estabeleceu o dólar como moeda internacional, que conservaria sua conversibilidade direta com o ouro, enquanto outras moedas seriam conversíveis em dólar a uma taxa de câmbio fixa. Entretanto, a crescente utilização do dólar para atender a demanda por liquidez internacional era conflitante com a convenção de Bretton Woods, cuja contradição converteu-se no Paradoxo de Triffin.

O Paradoxo foi resolvido em favor da liquidez terminando com a conversibilidade em 1971. O sistema monetário que adveio após a crise de Bretton Woods baseou-se no dólar como divisa-chave. A década de oitenta que se seguiu inaugurou uma fase marcada pela retomada da hegemonia estadunidense assim como pela desregulamentação financeira, levando a que cenário global modificasse sobremaneira.

A globalização que se sucedeu trouxe mudanças nas práticas financeiras, permitindo que o capital se transladasse rapidamente com base no avanço da tecnologia da informação. Embora não haja um consenso para o significado de globalização, pode-se resumir como um processo, resultado da expansão do comércio internacional e dos fluxos de capitais, ocorrido com intensidade a partir

da década de oitenta. Deste modo, a globalização financeira resume uma nova etapa do capitalismo onde são eliminadas as restrições à mobilidade de capitais e se revela o predomínio do capital financeiro sobre o produtivo. Este novo regime de funcionamento tem sido classificado na literatura como “regime de crescimento dirigido pelas finanças” (Boyer, 2000), “economia mundial financiarizada” (Epstein, 2005), “regime de acumulação financializado” (Chesnais, 2001), “capitalismo de ações” (Plihon, 2004) ou então “capitalismo financeiro” (Aglietta e Reberiou, 2004; Batsch, 2002).

A partir deste novo contexto financeiro em que os objetivos de rentabilidade das empresas ficam subordinados aos objetivos da rentabilidade financeira, observa-se uma autêntica desconexão entre o crescimento da economia real com da economia financeira, um aumento no endividamento das famílias, mudanças nos comportamentos das corporações passando a investir na especulação financeira, etc. Sobre esta perspectiva, a globalização financeira e a intensa vinculação dos mercados globais têm potencializado o risco de contágio de crises financeiras, sendo capaz de transformar um colapso local em uma crise globalizada.

No capítulo 2, por sua vez, desenvolvemos uma reflexão teórica sobre a gênese da crise e sua evolução à crise global, originalmente denominada de crise subprime, em referência aos problemas no financiamento imobiliário dos EUA. A crise precipitou-se através de uma bolha de preços no mercado imobiliário estadunidense, que se formou à medida que as pessoas adquiriam imóveis na expectativa de que a valorização permitiria refinarciar as hipotecas com lucros. Na realidade, tudo nasceu durante 2001-2002, ocasião em que os EUA passavam por um período de recessão motivada pela crise das empresas de tecnologia e pelos eventos de 11 de setembro. Neste contexto, os gestores públicos decidiram orientar os investimentos para o setor imobiliário, adotando, entre outras medidas, uma política monetária expansionista com taxas de juro baixas, induzindo os intermediários a atrair uma clientela a investir em propriedades.

Como consequência, iniciou-se um processo que tornaria bastante atrativo comprar uma casa alimentando um círculo vicioso que amplificava o aumento dos preços. Eram concedidas hipotecas aos compradores sem a exigência de entrada, ciente de que as cotas estavam acima de suas possibilidades, o que seriam inviáveis no momento de recalcular os reduzidos juros que haviam sido oferecidos para atraí-los. Uma parte dessas práticas arriscadas pertencia ao segmento subprime, ou seja, empréstimos de alto risco e de taxa variável concedido a clientes sem comprovação de renda. Portanto, eram financiamentos arriscados concedidos a famílias que as entidades sabiam que não teriam renda suficiente para arcar com futuros compromissos.

Mais adiante, as entidades que instituíram as hipotecas, criaram produtos derivativos negociáveis, transformando em títulos securitizados comerciáveis nos mercados interbancários. Isto representou uma forma das entidades de transformar ativos não líquidos em títulos líquidos e transferir os riscos para os investidores que os adquiriam. Com os créditos hipotecários convertidos em títulos, as entidades colocavam em marcha uma estratégia agressiva, captando recursos de outras instituições e oferecendo aqueles títulos em troca, com a finalidade de emprestar novamente estes recursos, seguindo numa espiral infinita de intermediações financeiras.

Por sua vez, os investidores adquiriram aqueles títulos securitizados, tendo em conta que eram considerados de elevada qualificação, outorgada pelas agências de rating que acabaram estimando um grau de risco muito inferior ao efetivo. Esta dinâmica facilitou sua comercialização, permitindo que disputassem mercado com os títulos do tesouro estadunidense. Além disso, estes títulos ofereciam rentabilidades muito mais elevadas do que outros instrumentos de qualificação equivalente. Neste contexto, a procura por produtos de rendimentos elevados tornou-se tão grande, que as entidades começaram a vender imóveis a quem não poderia pagar e diante de condições que desencadearia situações de inadimplência no momento em que a bolha de preços estourasse e/ou as taxas de juro subissem.

Quando a Reserva Federal elevou as taxas de juro em 2005, desregulou-se a máquina imobiliária estadunidense, fazendo com que os preços dos imóveis caíssem, tornando impossível o refinanciamento aos clientes subprime, que se tornariam inadimplentes. Como resultado, os títulos securitizados em hipotecas deixaram de ser negociados nos mercados interbancários, desencadeando um efeito dominó de liquidez e solvência nas principais entidades do sistema financeiro. Isto motivou a que os Governos das principais economias estruturassem gigantescos planos de resgates económicos e seus respectivos bancos centrais promovessem uma redução sincronizada das taxas de juro, a partir do segundo semestre de 2008, com o intuito de estimular o consumo e minimizar os efeitos de uma recessão económica global.

Em atenção aos fatores determinantes da crise global, tratado em detalhes no capítulo 3, parece haver um consenso na literatura de que as causas imediatas repousam no setor financeiro. No entanto, existe também certo consenso que outros fatores de natureza estrutural, desempenharam um papel decisivo, criando condições propícias para o boom do crédito e para a elevação especulativa dos preços dos ativos.

Desde uma perspectiva metodológica, a origem da crise global é atribuída tanto a fatores imediatos, que guardam uma relação direta e mais estreita com o problema das hipotecas, como a fatores estruturais que conservam uma relação indireta e mais profunda com a gênese da crise (figura 3, p. 80). Neste sentido, as causas imediatas são mais fáceis de identificar tendo em conta que estão diretamente relacionadas com o problema, enquanto as causas estruturais são mais difíceis de reconhecer devido à sua relação indireta, exigindo uma análise mais profunda.

Dentre as causas imediatas, aponta-se que a crise financeira é resultado de uma regulamentação negligente (Buiter, 2007; Eichengreen, 2009; Fernández de Lis, 2008; Goldstein, 2008; Krugman, 2009; Roubini e Mihm, 2010; Stiglitz, 2008) e de falhas da Reserva Federal na condução da política monetária ao praticar excessos no período anterior a crise (Buiter, 2007; Eichengreen, 2009;

Fernández de Lis, 2008; Roubini e Mihm, 2010; Stiglitz, 2008; Taylor, 2007 e 2009; Visco, 2009). Além disso, observa-se que a crise foi resultado de uma subavaliação dos riscos tanto dos investidores quanto das agências de rating que não avaliavam apropriadamente os produtos securitizados (Buiter, 2007; Eichengreen, 2009; Fernández de Lis, 2008; Persaud, 2009; Roubini e Mihm, 2010). A crise foi causada por meio de práticas nocivas na concessão de créditos hipotecários que eram fornecidos com base no valor da garantia (Fernández de Lis, 2008).

Do ponto de vista estrutural, a crise global é atribuída ao modelo neoliberal que permitiu a desregulamentação dos mercados, fundamentada na hipótese de eficiência dos mercados de capitais (Crotty, 2008; Crotty e Epstein, 2008; Epstein, 2009). Ademais, a crise é resultado do próprio modelo econômico que permitiu a elevação da desigualdade de renda, empobrecendo as classes menos favorecidas (Fernandez *et.al.*, 2008; Sapir, 2008; Stockhammer, 2009; Vence, 2008). Sobre esta perspectiva, a expansão do crédito, tornou-se decisiva para estimular a demanda, onde foram relaxadas as condições dos empréstimos, reduzindo as taxas de juro e permitindo o crescimento de um mercado hipotecário a um público que não reunia as condições para honrar com os futuros compromissos (Sapir, 2008; Wade, 2008).

O estudo dos fatores determinantes nos conduz a algumas reflexões. Primeiro, afirmamos que há uma multiplicidade de causas que permitiram a manifestação dessa crise global. Segundo, parece existir um consenso de que a crise é resultado de uma regulamentação inadequada do sistema financeiro. Em nossa concepção, em linha com a argumentação de Crotty e Epstein (2008) e Epstein (2009), resulta mais razoável refletir que foi o sistema financeiro debilmente regulado, fundamentado na hipótese de eficiência dos mercados, defendidos pelo modelo neoliberal, o fator determinante desta crise financeira.

Terceiro, um sistema financeiro desregulado, que oferece oportunidades para lucros extraordinários, possui uma enorme capacidade de gerar erros que se repetem. Se há revelado, portanto como um sistema instável e

desestabilizador. Quarto, a crise financeira é também resultante de problemas estruturais intrínsecos ao sistema capitalista atual, que estão relacionados como o fenômeno da desigualdade. Desde esta perspectiva, nossa análise converge com a idéia de que “a desigualdade gera instabilidade”, na mesma linha apontada por Fernandez *et.al.* (2008).

Esta crise nos conduz a aprender duas grandes lições. Primeiro, o Estado deve regular os processos de distribuição de renda, facilitando o acesso da população aos avanços do crescimento econômico, evitando concentrações monopolistas de consequências perniciosas para a sociedade. Segundo, o crescimento das atividades financeiras há de guardar uma equivalência com o crescimento dos demais setores da economia. Seus benefícios não podem aumentar a cada ano a custa das demais atividades, tendo em conta que este processo especulativo, cedo ou tarde, reprimirá outras iniciativas e acentuará as crises cíclicas do capitalismo (Nieto, 2009).

Em definitiva, é preciso repensar o modelo econômico vigente, dando espaço à diversidade de regras e não ao pensamento único e inquestionável (Estefanía, 1997), reconhecendo que uma economia mais justa e próspera exige um equilíbrio com o Governo. Outro mundo não é apenas possível, é necessário. É preciso recordar que crises são fenômenos inerentes ao sistema capitalista e são resultantes de reconhecidas imperfeições; o que reforça a necessidade do Estado atuar de maneira consistente como ente regulador.

Na Parte II, analisaremos o impacto da crise global sobre a economia real, centrando-se no exame específico de dez países europeus através da análise de um dos importantes mecanismos de transmissão identificados pela literatura: o efeito riqueza e sua conexão com o crescimento econômico.

PARTE II

O impacto da crise global sobre a economia real

“Close scrutiny will show that most 'crisis situations' are opportunities to either advance, or stay where you are”.

Maxwell Maltz (1889-1975),
Author of psycho-cybernetics.

INTRODUÇÃO À SEGUNDA PARTE

A crise global atual representa uma grave ameaça ao crescimento econômico das principais economias europeias. Não obstante a origem desta crise de efeitos nefastos para a sociedade seja de natureza essencialmente financeira, não há dúvidas de que seu impacto sobre a economia real está sendo mais profundo e prolongado do que se imaginava em princípio.

Uma crise financeira como a atual pode afetar a economia real através de diversos canais de transmissão, tendo em conta que as finanças globais formam uma parte importante da atividade econômica. Dentre os diversos meios de transmissão que podem conectar uma crise com o setor real de uma economia, destacamos o canal do efeito riqueza. Este importante canal parte da hipótese que a variação dos níveis de riqueza, proveniente da oscilação dos preços dos ativos financeiros e imobiliários, conduza a uma suposta variação no consumo privado das famílias, principal componente do PIB. O que, em última instância, compromete o crescimento econômico dos países.

Neste contexto, esta segunda parte do trabalho tem por objetivo analisar o impacto que a crise financeira tem sobre a economia real, centrando-se no exame específico de países europeus através da análise do efeito riqueza e de sua conexão com o crescimento econômico.

Este estudo aborda como âmbito espacial dez países da Eurozona: Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Grécia, Holanda, Irlanda, Itália e Portugal. Algumas razões justificam esta seleção. Primeiro estes países contam com uma ampla experiência no processo de União Econômica Monetária. Segundo, as dez economias produzem na atualidade mais de 95% do PIB da UEM, o que converte em uma amostra altamente representativa.

Além disso, este trabalho, salvo algumas exceções⁸⁷, aborda como âmbito temporal o período 2000-2010, constituindo uma aproximação diferente a outras realizadas anteriormente e guardando um interesse especial por dois

⁸⁷ Ver capítulo 6.

motivos. Em primeiro lugar, ao considerar um período mais recente, contém um grande interesse ao analisar o efeito riqueza durante o curso da presente crise. Em segundo lugar, por incorporar uma metodologia alternativa que trata de estimar com maior precisão os níveis de riqueza, indo mais além da consideração exclusiva dos índices de preços. Isto, portanto, há forçado a efetuarmos um processo cuidadoso de reconstrução da série de dados.

Para alcançar os objetivos acima, tratamos de: **a)** entender, do ponto de vista teórico e empírico, os canais de transmissão da crise financeira sobre a economia real (**Capítulo 4**). Neste capítulo, são abordados os aspectos teóricos relativos aos meios de transmissão da crise, de onde destacamos importantes estudos sobre o canal do efeito riqueza, objeto de nosso estudo. **b)** analisar algumas evidências dos efeitos da crise sobre a economia real, desde um enfoque global e comparado por dez países europeus (**Capítulo 5**). **c)** conhecer a evolução do crédito nos países da Eurozona para se obter, do ponto de vista financeiro, uma melhor compreensão do impacto da crise, considerando que o canal do crédito guarda uma conexão bastante forte com o consumo das famílias (**Capítulo 6**). **d)** examinar o impacto que o efeito riqueza produz sobre o consumo, tomando como base a evolução comparada dos índices de preços (**Capítulo 7**). Neste capítulo, utilizamos os índices de preços como *proxies* do valor da riqueza, examinado, entre outros aspectos, a relação entre a variação dos índices de preços e do consumo para os países. **e)** analisar o impacto que o efeito riqueza tem sobre o consumo, baseado na reconstrução dos níveis de riqueza (**Capítulo 8**). Neste capítulo, introduzimos uma metodologia alternativa que estima com precisão os níveis absolutos de riqueza. **f)** quantificar através da utilização de modelos econométricos o impacto do efeito riqueza sobre o consumo (**Capítulo 9**). Aqui realizamos uma aproximação quantitativa mais precisa do efeito riqueza, por meio de estimações econométricas com efeitos fixos que buscam esclarecer o comportamento do consumo. **g)** descrever ordenadamente as principais conclusões dos capítulos.

CAPÍTULO 4

Canais de transmissão da crise sobre a economia real: aspectos teóricos e evidências empíricas

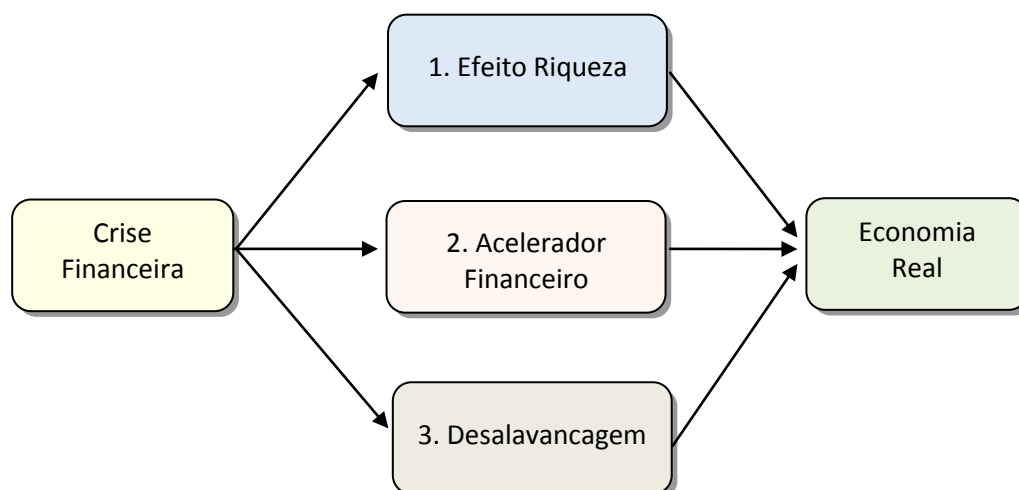
*“O consumo é a única finalidade e o
único propósito de toda produção”.*

Adam Smith (1723-1790),
Economista e filósofo escocês.

4.1. INTRODUÇÃO

Uma importante parte da literatura atual destaca a forte relação existente entre uma crise financeira e a economia real. Desde um ponto de vista teórico, e modo de síntese, são observados três importantes canais de transmissão que conectam uma crise financeira com o setor real de uma economia (figura 5). O primeiro canal de transmissão deriva do denominado “efeito riqueza” de natureza tanto financeira como imobiliária. O segundo canal procede do “acelerador financeiro” que demonstra que o efeito riqueza anterior pode resultar amplificado através de outros mecanismos financeiros, acelerando e potencializando a recessão econômica. O terceiro canal, por sua vez, deriva do processo de desalavancagem tanto dos bancos como das operações criadas fora de seus balanços que, ao contrair o seu volume de crédito, tem um efeito adverso e direto sobre toda a atividade econômica (De La Dehesa, 2009).

Figura 5. Canais de transmissão entre a crise financeira e a economia real



Fonte: Elaboração própria.

Com respeito ao primeiro canal (efeito riqueza), ao aumentar o preço dos ativos financeiros, empresas e famílias se julgam mais ricas e tendem a consumir uma parte daqueles aumentos e o efeito contrário ocorre quando os preços dos ativos caem. Deste modo, a contração da riqueza produzida pela crise financeira

pressiona empresas e famílias a reduzir o consumo, tendo em conta que sua queda é decorrente, em boa parte, da redução da riqueza imobiliária de países que haviam desenvolvido uma bolha imobiliária nos preços das moradias ao longo dos anos.

Em relação ao segundo canal (acelerador financeiro), quando os preços dos ativos colapsam, o efeito negativo da riqueza sobre a demanda é amplificado pelo acelerador financeiro gerando uma caída rigorosa do PIB. Ao reduzir a riqueza de empresas e famílias, estas passam a ter uma solvência menor, fazendo com que aumente o custo de crédito, o que reduz sua capacidade de consumir ou investir. Isto pode conduzir a uma desaceleração econômica que aumenta a inadimplência dos empréstimos, provocando mais perdas ao setor financeiro; o que reduz ainda mais o crédito, produzindo um círculo vicioso e perigoso, que agrava e amplifica a recessão econômica⁸⁸.

Quanto ao terceiro canal (desalavancagem), estudos recentes (Medialdea e Álvarez, 2008; Phillippon, 2007) advertem que o setor financeiro tem aumentado de forma muito mais significativa do que outros setores nas últimas décadas, fruto de um processo de alavancagem⁸⁹. Com a eclosão de uma crise, uma entidade altamente alavancada e que tenha uma fração de seus ativos deteriorados, pode ser conduzida a uma situação de insolvência, já que necessita ajustar seus *ratios* obrigatórios de capital. Isto pode levar que outras instituições façam o mesmo, gerando uma “cascata de alavancagem”⁹⁰. Na desalavancagem todos os ativos são atingidos, pois se trata de evitar a insolvência causada pelo excessivo endividamento, em uma circunstância onde não é mais possível refinanciar as dívidas, levando a um *credit crunch*⁹¹ que tem um efeito negativo

⁸⁸ Ver Bernanke e Blinder (1988), Bernanke e Gertler (1989) e Bernanke *et.al.* (1999) para uma maior profundidade no tema.

⁸⁹ Alavancagem é a capacidade que uma entidade possui para utilizar recursos de terceiros visando maximizar o retorno de seus proprietários. Como existe uma relação direta entre risco e rentabilidade, onde quando maior o risco, maior o retorno e vice versa, alavancagens crescentes significam um grau maior de incerteza, maior risco e retorno envolvidos.

⁹⁰ Ou seja, uma venda forçada de ativos para fazer frente às “chamadas de margem” que advém das perdas que atingem a todos simultaneamente.

⁹¹ Um *credit crunch* corresponde a uma forte contração do crédito às empresas e aos consumidores, ou a um súbito aumento dos custos ligados ao endividamento (alta das taxas de

sobre o consumo e investimentos, com consequências adversas prolongadas sobre toda a atividade econômica (Bayoumi e Melander, 2008; Swiston, 2008).

4.2. EFEITO RIQUEZA

4.2.1. As raízes do efeito riqueza

A literatura econômica estabeleceu há bastante tempo uma relação positiva entre a riqueza e o consumo. A origem das pesquisas relacionadas ao efeito riqueza remonta ao conjunto de inovações teóricas postuladas nos anos trinta. Foi Keynes (1936) o primeiro teórico que postulou expressamente a existência de uma relação positiva entre riqueza financeira e decisões de consumo. Posteriormente, Harbeler (1937), Pigou (1943) e Patinkin (1956) terminaram por esclarecer a relação em que os saldos monetários reais das famílias podem provocar variações no nível do consumo agregado. Este foi o referencial teórico básico até que, tempos depois, Modigliani e outros autores estenderam o alcance do denominado *efeito Pigou*, estabelecendo o ponto de partida para as investigações subsequentes.

A *hipótese do ciclo de vida* desenvolvida por Brumberg e Modigliani (1954) sustenta que os indivíduos planejam seu consumo e sua poupança, durante toda sua vida, com a finalidade de obter uma trajetória de consumo estável e crescente. Consequentemente, esta teoria considera que o consumo de uma pessoa depende da renda que recebe durante toda sua vida, enfatizando que esta última varia sistematicamente ao longo do tempo, e que a poupança, tanto positiva quanto negativa, é utilizada como instrumento, através do qual os indivíduos obtêm o nível do consumo planejado.

Por outro lado, a *hipótese da renda permanente* formulada por Friedman (1957) sugere que a renda dos consumidores, experimenta variações aleatórias e temporais. Desta maneira, os ingressos alcançados pelo indivíduo podem ser

endividamento, necessidade de fortes garantias para obter um empréstimo, etc.). Dentre as consequências imediatas aparece uma limitação das possibilidades de endividamento - o que implica uma redução do consumo por parte dos consumidores, assim como dos investimentos para os empresários - restringindo dessa forma o crescimento econômico.

separados entre renda permanente e transitória. Neste sentido, a renda permanente pode ser definida como a proporção da renda que os indivíduos esperam manter no horizonte momentâneo considerado; e inclui à riqueza humana, compreendendo o capital humano, e à riqueza não humana, tanto imobiliária como financeira. A renda transitória, por sua vez, reflete as variações inesperadas da renda atual. De maneira semelhante, o consumo efetuado pelo indivíduo pode dividir-se entre consumo permanente e transitório. O primeiro é definido como o valor do consumo esperado na compra de bens correntes e serviços; enquanto o segundo expressa o consumo não previsto. Consequentemente, esta teoria sugere uma função do consumo determinada pela renda permanente, destinando-se a renda transitória para poupança.

Basicamente, a idéia de ambas as teorias é que os consumidores tratam de suavizar seu consumo ao longo de sua vida. Este objetivo é alcançado através do recurso ao crédito, quando os consumidores são jovens e começam a trabalhar, com baixo rendimento corrente, mas com expectativas de crescimento futuro. Quando estão trabalhando poupam para acumular riqueza e pagar suas dívidas e quando se aposentam consomem parte ou toda a riqueza acumulada para seguir mantendo o nível de consumo. Deste modo, ambas as contribuições, que são conhecidas como modelos de renda de longo prazo, englobam a investigação teórica relativa ao efeito riqueza.

A disponibilidade de dados ajustados sobre a riqueza agregada das famílias estadunidenses permitiu a pesquisa empírica na década de sessenta. Nesta linha, Ando e Modigliani (1963) aperfeiçoaram a descrição analítica que permitiu a comprovação da hipótese do ciclo de vida, cuja especificação foi incorporada ao modelo macroeconométrico utilizado pela Reserva Federal dos EUA. Os estudos derivados do citado modelo, em particular de Modigliani (1971), permitiram as primeiras estimações do efeito riqueza e entusiasmaram a pesquisa empírica da época. Deste modo, foram desenvolvidos trabalhos (Modigliani e Tarantelli, 1975; Modigliani e Steindel, 1977; Elliot, 1980) baseados

no modelo simples do ciclo de vida que destacavam mudanças expressivas no consumo como resultado de modificações antecipadas no nível da riqueza.

Nos anos oitenta, começaram os primeiros esforços de aplicação da análise empírica alentados com o objetivo de estimar o impacto do *crash* nos mercados mobiliários de 1929 e 1987 sobre o consumo. No entanto, foi na década de noventa, em razão da variação na riqueza das famílias, que se impulsionou a investigação empírica do efeito riqueza sobre o consumo.

4.2.2. Riqueza financeira versus imobiliária

O denominado efeito riqueza é definido, por Jiménez e Sánchez (2002), como a sensibilidade do consumo das famílias ante a percepção de maior (menor) riqueza como consequência da variação positiva (negativa) dos preços dos ativos. Deste modo, a sensação de maior (menor) riqueza das famílias conduz a estas supostamente a aumentar (reduzir) seus níveis de consumo, afetando positivamente (negativamente) a equação da demanda agregada e, por consequência, o Produto Interno Bruto (PIB). Por sua parte, Naredo (2002) define o efeito riqueza como o fenômeno produzido pelas revalorizações patrimoniais ao originar, nos domicílios, maiores gastos de consumo, maiores taxas de endividamento e menores taxas de poupança.

Por outro lado, nem todos os tipos de riqueza produzem o mesmo efeito sobre o consumo, sendo oportuno distinguir entre riqueza financeira e imobiliária, em consequência das diferenças nas preferências dos consumidores e nas características dos bens⁹². A teoria econômica sugere que a resposta do consumo a um aumento do valor do ativo é maior quanto mais líquido for o ativo. Igualmente, a resposta do consumo é maior quanto mais fácil é medir o valor do ativo por parte do consumidor. Ademais, também depende se o aumento ou a queda do ativo é de curta ou de longa duração, já que na segunda condição aumenta a propensão a consumi-lo. Deste modo, não se pode assegurar em princípio que o efeito riqueza de natureza financeira seja maior

⁹² Consultar, por exemplo, Portela (2000) e Carroll (2004) para uma revisão empírica e detalhada da literatura.

que o efeito riqueza de caráter imobiliário, tendo em conta que sua medição não resulta tão simples (De La Dehesa, 2009).

Os ativos financeiros são tradicionalmente mais líquidos e de mais fácil valoração, tendo em conta que são negociados com mais frequência que os ativos imobiliários. No entanto, as variações dos preços dos ativos imobiliários apresentam movimentos prolongados e de maior duração do que as flutuações dos preços financeiros, que oferecem movimentos erráticos como resultado da correção imediata das oportunidades de arbitragem (Marques *et. al.*, 2010). Por sua vez, na maioria dos países desenvolvidos a riqueza imobiliária é maior que a riqueza financeira, podendo suas alterações provocar um efeito maior sobre o consumo.

Quando se investe, por exemplo, em um ativo financeiro são esperados dois tipos de rendimentos. O primeiro é a rentabilidade regular, representado pelo dividendo se for uma ação ou cupom se for um bônus. O segundo é uma expectativa de elevação do preço do ativo, obtendo uma *plusvalia* com sua venda. Em ambos os casos, observa-se uma elevação na riqueza financeira total, já que umas famílias tornam-se mais ricas por possuir ativos mais valiosos, podendo negociar a qualquer momento; enquanto outras famílias podem igualmente comprá-los mais caros e participar de uma maior rentabilidade diante de um cenário de elevação de preços, incrementando sua renda futura. Deste modo, a riqueza total aumenta, crescendo o consumo privado, já que parte do aumento da riqueza é direcionada ao gasto em bens de consumo.

Por outro lado, quando se investe em um ativo imobiliário sua aquisição pode ser considerada um gasto de um bem de consumo duradouro. Não obstante a expectativa de valorização do imóvel seja similar a do ativo financeiro, a riqueza imobiliária não responde aos mesmos fatores do que a riqueza financeira. Se os preços dos imóveis crescem, a riqueza das famílias proprietárias aumenta; enquanto a riqueza daquelas famílias sem propriedade imobiliária pode diminuir, tendo em conta que podem vir a perder parte do poder aquisitivo, se o objetivo for comprar uma casa. Neste caso, a riqueza total

nem aumenta nem diminui, considerando que se produz uma transferência de riqueza entre famílias.

Ainda que não haja incremento na riqueza total, o consumo das famílias pode aumentar por algumas hipóteses. Uma primeira hipótese é que as famílias podem endividar-se mais, já que sua garantia colateral aumentou em razão do aumento dos preços imobiliários. Uma segunda hipótese é que as famílias, motivadas por um cenário favorável de taxas de juros baixos e de crédito abundante, podem contrair mais dívidas que suportariam sua renda futura, em caso de um aumento nos juros.

4.2.3. Evidências empíricas

Desde o ponto de vista metodológico, a literatura revela que existem dois tipos de enfoques para a análise dos efeitos da riqueza sobre o consumo. Uma aproximação está baseada na análise de dados agregados em nível macro com séries temporais, enquanto a outra perspectiva se apoia no exame de dados microeconômicos, relativos ao comportamento individual das famílias.

A disponibilidade de dados micro possibilita, por exemplo, aperfeiçoar o estudo dos efeitos da riqueza no consumo, ao permitir a estimação de respostas diferenciadas de acordo com as características das famílias. Este tipo de dados é útil para se compreender quais são as hipóteses mais consistentes com o comportamento humano individual. Através dos micros dados é possível analisar separadamente o comportamento dos indivíduos que são detentores, daqueles que não são proprietários de determinados tipos de ativos.

Contudo, convém destacar que as evidências empíricas baseadas em análise de dados micro são escassas, em comparação com as evidências fundamentadas no exame de dados macro agregados. Isto nos permite afirmar que a maior parte dos trabalhos do efeito riqueza sobre o consumo concentra-se na análise macro. Concretamente, torna-se bastante complicado estimar os efeitos da riqueza em nível micro devido à escassez de dados que incluam informação sobre consumo, riqueza e características socioeconômicas com

desagregação ao nível individual das famílias. Por outro lado, tratando-se de comparações internacionais de países, a análise micro fica, todavia mais debilitada. Isto nos leva a enfocar nosso estudo na análise macro, lembrando que este comportamento global não deixa de ser resultado da agregação de distintos comportamentos individuais.

De um modo geral cabe destacar que, desde uma perspectiva micro ou macro, a literatura parece encontrar evidências empíricas que demonstram uma relação de longo prazo positiva e significativa entre riqueza em nível agregado e desagregado e consumo (Arriaga, 2008; Farinha, 2008).

Diversos estudos tiveram o propósito de pesquisar o efeito das variações da riqueza no consumo com dados macro agregados. Dentre esses, cabe separar, os trabalhos que analisam o efeito riqueza em um país específico, daqueles estudos que ambicionam realizar comparações em âmbito internacional⁹³. Tanto em um como em outro tipo de análise, a estimação da magnitude do efeito riqueza vai depender da especificação, da definição de riqueza e da metodologia empregada.

Neste sentido, o estudo de Bertaut (2002) analisa o impacto do efeito riqueza sobre o consumo, durante os anos oitenta e noventa, utilizando macro dados dos EUA e de outros nove países industrializados⁹⁴. Este autor encontra a partir dos modelos econométricos utilizados⁹⁵ evidências estatísticas significativas de um efeito de riqueza financeira no Canadá e Reino Unido, comparável aos resultados observados nos EUA. Segundo Bertaut, o canal de riqueza parece também ser importante para explicar o comportamento do consumo no Japão; enquanto que, em boa parte dos países da Europa

⁹³ Consultar, por exemplo, Arriaga (2008), Davis e Palumbo (2001), Dvornak e Kohler (2007) e Fernandez-Corugedo *et.al.* (2003) para comparações empíricas realizadas em âmbito nacional; e Barata e Pacheco (2003), Bertaut (2002), Bonne e Girouard (2002) e Case *et. al.* (2005) para estudos efetuados em nível internacional.

⁹⁴ Alemanha, Austrália, Canadá, França, Holanda, Itália, Japão, Reino Unido e Suécia.

⁹⁵ Bertaut emprega em sua análise quatro modelos dinâmicos OLS de consumo de longo prazo baseado na abordagem de “avanços” e “atrasos”, sugerido por Stock e Watson (1993). No primeiro modelo, a medida da riqueza era a riqueza total das famílias. No segundo, a medida era a riqueza financeira. O terceiro incluía riqueza financeira e não financeira de maneira separada. O último modelo diferenciava a riqueza entre riqueza mobiliária e não mobiliária.

continental, os resultados obtidos sugerem respostas de consumo mais modestas, com exceção de Holanda e Suécia, onde a riqueza financeira cumpre um papel mais importante na riqueza das famílias.

Na mesma linha, Ludwig e Slok (2002) avaliam o impacto da riqueza financeira e imobiliária sobre o consumo privado, utilizando dados trimestrais para 16 países⁹⁶ da OECD, durante os anos oitenta e noventa. Os resultados da análise dos modelos de regressão⁹⁷ utilizados sugerem um impacto significativo da riqueza financeira e imobiliária sobre o consumo privado no longo prazo, com predomínio da riqueza financeira. Ademais, concluem que existe uma clara evidência empírica de que o impacto no consumo privado derivado de alterações na riqueza financeira é maior em países com mercados de capitais mais desenvolvidos (i.e. *market-based economies*), do que em nações com sistemas financeiros menos evoluídos (i.e. *bank-based economies*).

Em outro estudo, Barata e Pacheco (2003) examinam o comportamento do consumo privado no longo prazo como função da renda disponível e da riqueza desagregada⁹⁸, utilizando dados trimestrais (1980-2001) de seis países⁹⁹ da União Europeia. Os resultados dos quatro modelos de regressão linear OLS utilizados¹⁰⁰ sugerem evidências estatísticas significativas de efeito riqueza no

⁹⁶ Áustria, Alemanha, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Espanha, Estados Unidos, Finlândia, França, Holanda, Irlanda, Itália, Noruega, Japão, Reino Unido e Suécia.

⁹⁷ Ludwig e Slok utilizam em sua análise técnicas econométricas de co-integração de dados de painel desenvolvido por Pesaran *et.al.* (1997).

⁹⁸ Metodologicamente, os autores empregam um índice relativo à evolução dos preços dos ativos como uma *proxy* da riqueza financeira e um índice de preços imobiliário como uma *proxy* da riqueza imobiliária. Ainda que tais índices sejam aproximações que não expressem rigorosamente o nível de riqueza financeira e imobiliária dos países analisados, é uma aproximação do ponto de vista metodológico admissível. Ver, também, Ludvigson e Steindel (1999), Davis e Palumbo (2001) e Ludwig e Slok (2002) que utilizam aproximações semelhantes.

⁹⁹ Alemanha, Finlândia, França, Holanda, Portugal e Reino Unido.

¹⁰⁰ Tais modelos sugerem equações que estimam no longo prazo uma relação entre consumo, renda e índices de riqueza desagregados; desenvolvidas a partir da equação original do consumo, adotada por Ludvigson e Steindel (1999), Davis e Palumbo (2001), entre outros, ou seja: $lfcep = \alpha + \beta_0 \cdot Indip + \beta_1 \cdot leqp + \beta_2 \cdot lrep + \beta_3$. Onde *lfcep* representa o consumo privado per capita, *Indip* renda disponível per capita, *leqp* índice de preços mobiliários, *lrep* índice de preços imobiliários como proxies da riqueza financeira e imobiliária. Todas variáveis são medidas em logarítmicos e em termos reais.

consumo, com destaque para o efeito imobiliário na maior parte dos casos examinados¹⁰¹.

Utilizando uma série de dados anuais (1975-1999) agregados de 14 países¹⁰² e outro painel de dados trimestrais (1982-1999) delimitados aos estados dos EUA, Case *et. al.* (2005) realizam uma análise comparativa do efeito das mudanças da riqueza financeira e imobiliária no consumo privado. Em geral, os resultados dos cinco modelos de regressão¹⁰³ comprovam um efeito intenso e estatisticamente significativo da riqueza imobiliária sobre o consumo. Em concreto, para o conjunto de 14 países, um aumento de 10% na riqueza imobiliária eleva o consumo privado em 1,1%, enquanto que o mesmo aumento na riqueza financeira não gera efeitos no consumo¹⁰⁴. Já para o caso dos EUA, um aumento de 10% na riqueza imobiliária e na riqueza financeira gera o mesmo efeito no consumo privado, ou seja, um aumento de 0,4%.

Outras perspectivas, como o trabalho de Cardarelli *et. al.* (2008) elaboram um índice de desenvolvimento dos mercados de hipotecas, encontrando evidências empíricas de que o efeito riqueza imobiliária sobre o consumo tende a ser maior em países com mercados de hipotecas mais desenvolvidos. Hoffmann *et. al.* (2007), por sua vez, comparam os efeitos da riqueza imobiliária sobre o consumo na Alemanha, EUA e Reino Unido, encontrando, em sua análise, resultados estatísticos significativos para os três países, com maior impacto da riqueza no caso da Alemanha.

Por sua parte, o estudo de Arriaga (2008) apresenta a uma análise do efeito riqueza em função da valorização dos ativos na Espanha. Utilizando uma série de dados trimestrais (1995-2004), esta autora encontra evidências significativas de efeito riqueza no consumo com predomínio do efeito

¹⁰¹ Em relação à riqueza imobiliária, os resultados são, por exemplo, bastante significativos para o caso de Finlândia e Holanda com uma elasticidade do consumo no longo prazo em torno de 7%.

¹⁰² Alemanha, Bélgica, Espanha, Estados Unidos, Canadá, Dinamarca, Finlândia, França, Holanda, Irlanda, Noruega, Reino Unido, Suíça e Suécia.

¹⁰³ As tabelas 1 a 5 apresentam os resultados dos modelos OLS em níveis, primeiras diferenças e ECM (*Error Correction Consumption*), com abordagens de avanços e atrasos, utilizados pelos autores.

¹⁰⁴ Consultar dados da tabela 2, modelo I.

imobiliário¹⁰⁵. Ante um incremento de 1% na riqueza imobiliária, com atraso de um trimestre, o consumo aumenta 0,22%. O coeficiente da riqueza financeira é menor, ou seja, de 0,10%, enquanto para renda bruta disponível é de 0,77%. Em sua concepção, tais coeficientes são ligeiramente superiores aos obtidos em outros trabalhos; no entanto existe coincidência nos resultados ao encontrar um efeito riqueza imobiliária no consumo superior ao da riqueza financeira.

Skudelny (2009) analisa os efeitos da riqueza sobre o consumo dos países da área do euro¹⁰⁶, utilizando duas bases de dados trimestrais com dados agregados (1980-2006) e desagregados (1995-2006). Em linhas gerais, os resultados sugerem que o impacto da riqueza sobre o consumo é positivo e significativo na maior parte dos modelos utilizados¹⁰⁷. A propensão marginal ao consumo (PMC) é de 2,4 a 3,6 centavos de euro para riqueza financeira com dados agregados, e de 0,6 a 1,1 centavos com dados desagregados, em linha com os resultados da literatura. Por sua vez, a PMC é de 0,7 a 0,9 centavos para riqueza imobiliária para as duas bases de dados. Por último, quando analisa a riqueza imobiliária em termos reais, ou seja, quando descarta os efeitos da volatilidade dos preços nominais, a PMC se eleva para 2,5 centavos em ambas as abordagens.

Empregando uma série de dados trimestrais (1970-2004) de 16 países¹⁰⁸, o trabalho de Slacalek (2009) investiga o efeito da riqueza sobre o consumo utilizando um método baseado no modelo de estagnação do crescimento do consumo agregado¹⁰⁹. Em primeiro lugar, conclui que a propensão marginal ao

¹⁰⁵ O ajuste econométrico se realizou mediante a aplicação de um modelo MA(4) empregado a series de tempo, com objetivo de corrigir a correlação serial e a heterocedasticidade.

¹⁰⁶ Skudelny toma como base a composição territorial da área monetária de 2005 com 12 países membros participantes.

¹⁰⁷ Em sua análise empírica, três diferentes equações foram estimadas, derivadas de um modelo sugerido por Dvornak e Kohler (2007): no primeiro, utilizou-se a riqueza total agregada; no segundo, a riqueza total foi desagregada em financeira e imobiliária; no terceiro, substituiu a riqueza imobiliária nominal pela real.

¹⁰⁸ Austrália, Áustria, Alemanha, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Espanha, Estados Unidos, Finlândia, França, Holanda, Irlanda, Itália, Japão, Reino Unido e Suécia.

¹⁰⁹ O método sugerido de estimação, proposto inicialmente por Carroll *et. al.* (2006), consiste em três etapas: (i) estima a persistência do crescimento do consumo λ ; (ii) avalia o efeito de curto prazo imediato dos choques de riqueza no consumo (PMC imediato); e (iii) utilizando os

consumo (PMC) sobre o incremento na riqueza (financeira e imobiliária) varia entre 1 a 5 centavos de dólar, confirmando os resultados alcançados em outros estudos (Case *et. al.*, 2005; Ludwig e Slok, 2002). Em segundo lugar, observa que os consumidores dos países com mercados de hipotecas mais desenvolvidos reagem mais fortemente a choques de riqueza, gastando entre 4 a 6 centavos, ante um incremento de 1 dólar na riqueza. Como terceiro resultado, obtém evidências de que os efeitos da riqueza imobiliária sobre o consumo são um pouco menores do que no caso da riqueza financeira em nove dos dezesseis países examinados. Por último, verifica que o efeito da riqueza imobiliária aumentou substancialmente depois de 1988 em todos os países, resultado de um processo que tornou mais fácil o acesso ao crédito.

Mais recentemente, Dreger e Reimers (2011) avaliam a relação de longo prazo existente entre consumo privado, renda disponível e índice de preços, como aproximações do nível de riqueza, para um painel de dados trimestrais de 15 países¹¹⁰ durante o período de 1991T1 a 2010T2. Primeiro, comprovam que tanto os dados de consumo como as informações de renda disponível e de riqueza são cointegrados em seus componentes comuns. Segundo, observam que o impacto do índice de preços imobiliários excede, em geral, os efeitos decorrentes do índice de preços financeiros. Por último, o vetor de cointegração de longo prazo confirma a hipótese do ciclo de vida, na suposição de se considerar a entrada de índices de preços imobiliários na relação.

O quadro elaborado a seguir apresenta uma síntese de alguns importantes estudos empíricos realizados em nível macro, tanto em âmbito internacional como nacional, acerca do efeito riqueza sobre o consumo privado.

parâmetros propostos nas etapas (i) e (ii) estima o imediato e eventual efeito da riqueza agregada e desagregada sobre o consumo no longo prazo. Segundo o autor, a principal vantagem deste método alternativo sobre as técnicas econométricas de cointegração (empregados em outros estudos) é maior robustez a alterações nos parâmetros subjacentes.

¹¹⁰ Alemanha, Áustria, Bélgica, Canadá, EUA, Espanha, Finlândia, França, Holanda, Irlanda, Itália, Japão, Portugal, Reino Unido e Suécia.

Quadro 4. Importantes estudos empíricos em nível macro do efeito riqueza sobre o consumo privado

Autores	Âmbito	Países	Tempo	Tipo de Riqueza	Dados	Variáveis explicativas	Técnica utilizada	Resultados
Bertaut (2002)	Internacional	EUA e 9 Países Desenvolvidos	Trimestral, anos oitenta e noventa	Agregada e Desagregada	Variação e nível de riqueza com logarítmicos medidos em termos per capita.	Nível de renda e riqueza agregada e desagregada.	Modelos dinâmicos OLS, com abordagem de “avanços” e “atrasos” sugerida por Stock e Watson (1993).	Evidências estatísticas significativas de efeito riqueza financeiras no consumo em seis países analisados.
Ludwig e Slok (2002)	Internacional	16 Países da OECD	Trimestral, anos oitenta e noventa	Desagregada	Índice de riqueza com logarítmicos medidos em termos per capita.	Nível de renda e índices de riqueza desagregada.	Técnicas econométricas de co-integração elaborada por Pesaran, Shin e Smith (1999).	Evidências significativas de efeito riqueza no consumo, com predomínio da riqueza financeira.
Barata e Pacheco (2003)	Internacional	6 Países da União Européia	Trimestral (1980-2001)	Desagregada	Índice de riqueza com logarítmicos medidos em termos reais e per capita.	Nível de renda e índices de riqueza desagregada.	Modelos dinâmicos OLS, com abordagem de “avanços” e “atrasos”, inspirados em Davis e Palumbo (2001) e sugeridos por Stock e Watson (1993).	Evidências significativas de efeito riqueza no consumo, com predomínio da riqueza imobiliária.
Case <i>et. al.</i> (2005)	Internacional	14 países e EUA	Anual (1975-1999) Trimestral (1982-1999)	Desagregada	Variação e nível de riqueza com logarítmicos medidos em termos reais e per capita.	Nível e variação de renda e riqueza desagregada.	Modelos OLS em níveis, primeiras diferenças e ECM, com abordagens de avanços e atrasos.	Evidências significativas de efeito riqueza no consumo, com predomínio da riqueza imobiliária.

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 4: Importantes estudos empíricos em nível macro do efeito riqueza sobre o consumo privado

Autores	Âmbito	Países	Tempo	Tipo de Riqueza	Dados	Variáveis explicativas	Técnica utilizada	Resultados
Arriaga (2008)	Nacional	Espanha	Trimestral (1995-2004)	Desagregada	Nível de riqueza medido em termos reais.	Nível de renda bruta disponível e de riqueza desagregada.	Modelo econométrico MA(4) utilizado com objetivo de corrigir a correlação serial e a heterocedasticidade.	Evidências significativas de efeito riqueza no consumo, com predomínio da riqueza imobiliária.
Skudelny (2009)	Internacional	12 Países da Área do Euro	Trimestral agregado (1980-2006)	Agregada e Desagregada	Nível de riqueza medido em termos reais.	Nível de riqueza desagregada.	Modelos OLS em níveis, primeiras diferenças e, com abordagens de avanços e atrasos.	Evidências significativas de efeito riqueza no consumo, com predomínio da riqueza financeira.
Slacalek (2009)	Internacional	16 Países Industrializados	Trimestral (1970-2004)	Agregada e Desagregada	Nível de riqueza medido em termos reais e per capita.	Nível de riqueza agregada e desagregada.	Modelo de estagnação do crescimento do consumo agregado, recomendado por Carroll <i>et. al.</i> (2006).	Evidências significativas de efeito riqueza no consumo, com predomínio da riqueza financeira sobre a imobiliária.
Dreger e Reimers (2011)	Internacional	15 Países Industrializados	Trimestral (1991-2010)	Desagregada	Índice de riqueza com logarítmicos medidos em termos reais e per capita.	Nível de renda e índices de riqueza desagregada.	Técnicas econométricas de co-integração com modelos dinâmicos OLS.	Evidências significativas de efeito riqueza no consumo, com predomínio da riqueza imobiliária.

Fonte: Elaboração própria.

Em continuação, o outro enfoque da literatura permite analisar os efeitos da riqueza sobre o consumo utilizando dados de caráter microeconômico. Maki e Palumbo (2001), utilizando dados relativos ao Inquérito sobre as Finanças dos Consumidores¹¹¹, obtêm um efeito direto da riqueza sobre o consumo, que é compatível, em termos globais, com a queda da poupança agregada estadunidense, durante a década de noventa. Bostic *et. al.* (2009), utilizando uma base de dados (1989-2001) referentes ao Inquérito sobre as Finanças dos Consumidores e Inquérito às Despesas dos Consumidores¹¹², concluem que tanto a riqueza financeira como a imobiliária desempenha um papel muito importante nos padrões de consumo das famílias estadunidenses. Igualmente, os autores observam que, apesar da elasticidade do consumo pertinente ao patrimônio financeiro ser bastante significativa durante o período em exame, é menor do que a elasticidade do consumo referente ao patrimônio imobiliário, revelando ainda uma tendência descendente.

Por vez, a evidência empírica fundamentada em dados europeus é ainda mais reduzida, apesar de algumas exceções. Nesta linha, a investigação de Bover (2005) apresenta estimativas do efeito riqueza sobre os gastos em bens de consumo, utilizando os dados provenientes da pesquisa financeira das famílias espanholas. O estudo analisa o efeito da riqueza imobiliária sobre o consumo e apresenta resultados estatísticos significativos, principalmente com relação às famílias do primeiro grupo etário. A autora interpreta o padrão etário como uma evidência da poupança por motivos de precaução, visto que as práticas de *equity withdrawal*¹¹³, hipotecas inversas ou *downsizing*¹¹⁴ não são frequentes na Espanha.

¹¹¹ *Survey on Consumer Finances*, em inglês.

¹¹² *Consumer Expenditure Survey*.

¹¹³ Recurso ao crédito tendo como garantia a valorização da riqueza imobiliária.

¹¹⁴ Mudança para uma casa menor por parte das pessoas com mais idade.

Empregando dados provenientes do *Luxembourg Wealth Study*¹¹⁵, Sierminska e Takhtamanova (2007) empregam dados do para examinar se existem diferenças nos efeitos diretos de diferentes tipos de riqueza sobre o consumo, em distintos grupos etários, para Canadá, Finlândia e Itália. Em termos gerais, concluem que o efeito da riqueza imobiliária é bem maior que o efeito da riqueza financeira. Para cada 1% de incremento na riqueza financeira, o aumento do consumo é de 0,2% no Canadá, 2% na Finlândia e de 4% na Itália. Por outro lado, um aumento de 1% na riqueza imobiliária conduz uma elevação no consumo de 12% no Canadá, 10% na Finlândia e de 13% na Itália. Além disso, os resultados da pesquisa sugerem que o efeito da riqueza imobiliária é menor no caso das famílias mais jovens.

4.3. ACELERADOR FINANCEIRO

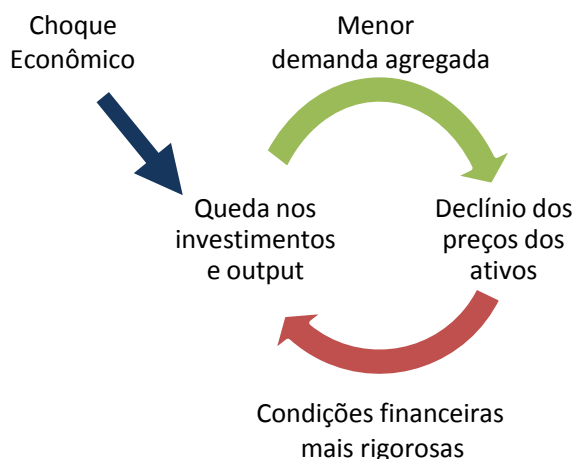
O acelerador financeiro refere-se à idéia de que os choques negativos para a economia podem ser amplificados pelo agravamento das condições do mercado financeiro. Mais precisamente, as condições adversas na economia real e nos mercados financeiros se reforçam mutuamente, levando a um *loop* de *feedback* que amplifica a recessão macroeconômica e financeira.

Concisamente, os efeitos de acelerador financeiro envolvem as seguintes quatro fases (figura 6). Primeiro, um choque econômico negativo gera restrições financeiras a empresários e famílias, limitando a atividade econômica. Segundo, a diminuição da atividade econômica agregada reduz o preço dos ativos produzidos na economia. Terceiro, o declínio dos preços dos ativos diminui o valor líquido dos empresários e famílias que detém aqueles ativos. Quarto, a caída do valor líquido reduz a fiabilidade creditícia e aperta ainda mais suas limitações financeiras. Isto, por sua vez, retorna ao primeiro elemento, levando a um ciclo vicioso de aperto das condições de financiamento, declínio da atividade

¹¹⁵ O projeto Luxembourg Wealth Study - LWS, que forma parte do Luxembourg Income Study - LIS, objetiva coletar diversas bases de dados de distintos países, contendo informação harmonizada de caráter microeconômico das famílias pesquisadas.

econômica, queda dos preços dos ativos e diminuição do patrimônio líquido (Korinek, 2011).

Figura 6. Esquema abreviado do processo de amplificação financeira



Fonte: Korinek (2011).

A estrutura do acelerador financeiro foi vastamente utilizada em diversos estudos (Bernanke e Blinder, 1988; Bernanke e Gertler, 1989) durante a década de oitenta e noventa, especialmente por Bernanke *et.al.* (1999). Este modelo demonstra que, nas fases de expansão econômica, a capacidade de obter financiamento por parte dos agentes econômicos excede suas necessidades, enquanto que nas fases recessivas as necessidades de financiamento não chegam a ser satisfeitas, devido à contração exercida pela oferta do crédito. Segundo os autores, o comportamento descrito pelo acelerador financeiro se origina na assimetria da informação entre devedores e credores, e na inter-relação entre a evolução do crédito e dos preços dos ativos que funcionam como colateral.

Neste sentido, quando as condições econômicas são favoráveis e a valorização dos ativos elevada, se produz um forte crescimento do crédito, uma maior predisposição a assumir riscos e um estímulo à atividade econômica. Durante este período, os preços dos ativos exercem uma influência significativa sobre a evolução do crédito e vice-versa. À medida que os preços dos ativos

aumentam, o coeficiente da dívida sobre a riqueza se retrai o que aumenta a capacidade dos agentes em incrementar seu nível de endividamento.

Considerando que uma parte deste endividamento seja dedicada a compra de mais ativos, o valor destes últimos tende a aumentar ainda mais. Assim, a conexa estabilidade na ratio dívida sobre a riqueza mascara uma deterioração na relação dívida sobre ingressos, de forma que a sustentabilidade do endividamento descansa, finalmente, na elevada valorização dos ativos que agem como colateral do empréstimo.

Esta inter-relação entre os preços dos ativos e o crescimento do crédito pode gerar uma evolução insustentável. Na fase madura do ciclo financeiro, as decisões de investimentos podem estar associadas a umas expectativas de obter ganhos de capital no curto prazo. À medida que se produzem aumentos nos preços, estes poderiam validar, ou incluso reforçar umas expectativas de ganhos irrealistas, amplificando o caráter especulativo do ciclo financeiro.

Posteriormente, quando se muda as condições econômicas, deixando evidente que não se podem satisfazer as expectativas de rentabilidade compatíveis com os preços altos dos ativos, se produz uma contração do crédito – incluso para projetos de investimentos que são rentáveis – e uma correção das sobrevalorizações dos instrumentos financeiros que nem sempre resultam de forma ajustada. Portanto, o resultado final é uma maior volatilidade financeira tanto na fase ascendente como na etapa descendente do ciclo econômico, incrementando a possibilidade de que se produza uma crise financeira.

A teoria do consumo baseada nas hipóteses do ciclo de vida e da renda permanente desenvolvida por Brumberg e Modigliani (1954) e por Friedman (1957) estipula que o consumo atual de um indivíduo depende não tão somente da renda atual, como também das expectativas de renda futura, assim como do seu nível de riqueza. Assim, se o grau de riqueza sofre um deterioro, já que os preços dos imóveis ou das ações caem, a pessoa se sente menos rica e tende a consumir menos ou então passa a consumir a mesma quantidade de bens e serviços mais baratos. Logo, a diferença essencial da teoria do acelerador

financeiro de Bernanke é que não tão somente ocorre uma queda no consumo, mas que também ao sentir-se menos rico, o custo dos créditos tende a aumentar ou então sua quantidade tende a reduzir-se. Ou seja, este novo cenário pode induzir um encarecimento dos créditos (*credit squeeze*) ou uma contração da disponibilidade de crédito (*credit crunch*), reduzindo sensivelmente a possibilidade de consumir.

4.4. DESALAVANCAGEM

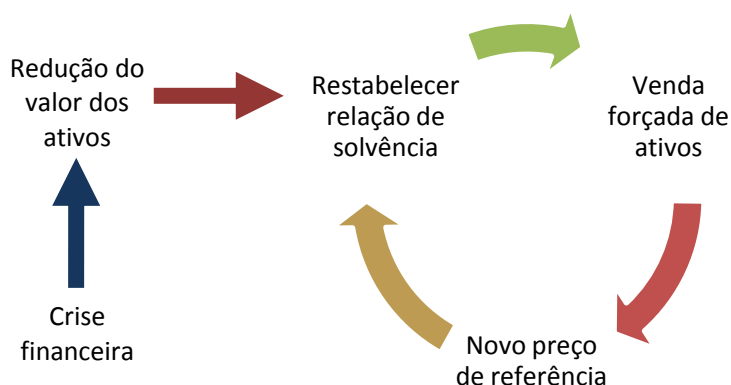
Os fatos revelam que o setor financeiro tem ampliado de forma especialmente intensa comparativamente aos demais setores nas últimas décadas. Phillippon (2007) e Wolf (2008) demonstram que, entre 1982 e 2007, o valor de mercado das empresas financeiras estimadas nas bolsas de valores globais, aumentou de 6% para 24% do total calculado, e seus lucros incrementaram de 8% para 40% do total, enquanto o valor agregado aumentou apenas de 8% para 16% no mesmo período. Nos EUA, o montante dos lucros das empresas financeiras cotizadas nas bolsas de valores passou de 12% em 1985 para 41% do total em 2002. Por sua vez, a remuneração média do setor financeiro passou da média do setor industrial em 1982 para 181% da expressada média em 2007.

A única resposta natural a esta provável anomalia é que as empresas financeiras se alavancaram demasiadamente e tomaram maiores riscos que as empresas não financeiras, permitindo-lhes obter maiores lucros do que o restante das outras companhias. Este cenário de alavancagem exagerada conduziu a formação de uma bolha financeira que terminou, como todas as anteriores, em uma grave crise financeira. Concretamente, a única forma de sair dessa crise é exigir que o setor financeiro diminua seu tamanho, ou seja, reduza seu nível de alavancagem, melhorando dessa forma seu ratio de capital.

O fenômeno da desalavancagem consiste em um processo mediante o qual as entidades financeiras tratam de restabelecer suas relações de solvência

através da venda forçada de ativos¹¹⁶. O problema reside quando todas as companhias financeiras fazem ao mesmo tempo, tendo em conta que as vendas forçadas de ativos estabelecem um novo preço de referência, de maneira que o restante dos ativos em seus balanços terá que depreciar-se novamente, afetando uma grande parte do sistema financeiro e reforçando a necessidade de se desalavancar ainda mais. Em outras palavras, cada ajuste de caída de preços dos ativos conduzirá a um processo auto reforçado de desalavancagem, que fortificará uma nova rodada de ajuste de preços, que, por sua vez, produzirá uma nova fase de desalavancagem (figura 7).

Figura 7. Esquema abreviado do processo de desalavancagem



Fonte: Elaboração própria.

Este processo auto reforçado de desalavancagem tem um forte impacto sobre a economia real. Uma entidade financeira cujo CAR cai por debaixo do mínimo obrigatório tem as seguintes opções: a) emitir novas ações no mercado para restaurar seu nível de capital; b) reter lucros, reduzindo os dividendos para

¹¹⁶ A solvência financeira é determinada pela relação percentual entre seu capital e seus ativos, que se denomina *capital adequacy ratio* (CAR), sendo uma relação inversa da ratio de alavancagem. Por exemplo, se o CAR de uma entidade é 8%, a ratio de alavancagem é de 12,5 vezes seu capital, onde os gestores da companhia tratarão de manter esta relação constante. Na hipótese dos preços dos ativos caírem 10%, seu CAR passa de 8% para 7,2%, ou seja, sua ratio de alavancagem aumenta para 13,8 vezes seu capital. Deste modo, para retomar a sua ratio de alavancagem original necessita reduzir seu balanço, através da venda forçada de ativos e redução de empréstimos.

reconstruir o capital internamente; c) desalavancar, ou seja, diminuir o tamanho do seu balanço, reduzindo o volume de empréstimos e vendendo os ativos forçosamente de forma a adequar o capital obrigatório.

As consequências econômicas para as duas primeiras opções são normalmente pequenas. Emitir novas ações, embora promova a diluição do risco entre os acionistas existentes, restaura a CAR de forma muito rápida, o que permite a entidade seguir fornecendo créditos. Contudo, nem sempre é possível conseguir esta proeza, considerando que sua solvência financeira está em dúvida. Reconstruir o capital através da retenção de lucros e redução de dividendos é ainda mais complicado, tendo em vista que leva bastante tempo e às vezes é impossível conseguir este feito em situações de pânico e emergência.

No entanto, as consequências econômicas para a terceira opção, ou seja, para a desalavancagem da entidade financeira podem ser elevadas, já que conduz a uma forte retração do crédito ou credit crunch com efeitos prolongados sobre a atividade econômica. Um credit crunch tem um efeito negativo direto sobre o consumo e investimentos de empresas e famílias e sobre a atividade econômica, produzindo uma caída generalizada dos preços dos ativos. Por sua vez, a caída dos preços dos ativos provoca um impacto negativo sobre os ingressos e renda das famílias, assim como sobre os lucros das empresas, através do efeito multiplicador de crédito e do efeito riqueza, já explicado anteriormente.

O impacto negativo sobre os ingressos de famílias e empresas faz com que a demanda por crédito bancário de qualidade se reduza, o que se supõe maior morosidade e falência, maiores provisões e perdas para as entidades financeiras. Isto, por sua vez, pressiona outra rodada de desalavancagem para restabelecer a relação de solvência original. Ou seja, o efeito final sobre a economia derivado da restauração do CAR por parte das entidades financeiras acaba sendo muito maior que seu efeito inicial, o que se designa precisamente de *feedback loop* ou retroalimentação negativa. Portanto, os efeitos da retroalimentação negativa estão estritamente relacionados com a teoria do

acelerador financeiro, tratado anteriormente, e que pode explicar o processo através do qual um choque que afete a solvência do devedor, reduz a disponibilidade do sistema financeiro para conceder crédito e amplifica o efeito do choque inicial (De La Dehesa, 2009).

Portanto, um choque caracterizado por uma queda súbita nos preços dos ativos em uma economia, associados a processos de desalavancagem, faz com que as entidades financeiras contraiam seu volume de crédito para manter seus requisitos de capital por encima do mínimo obrigatório. Igualmente, uma caída brusca nos preços dos ativos oferece ainda aos empresários, informações das expectativas do mercado sobre a demanda futura da economia, o que pode afetar negativamente suas decisões de investimento.

Dentro desta perspectiva, Bayoumi e Melander (2008) avaliam os efeitos de um choque financeiro negativo sobre consumo e investimentos, através da disponibilidade de créditos para a economia estadunidense. Os autores encontram evidências de que uma diminuição de 1% no CAR das entidades financeiras provoca uma redução global do crédito de 2,5% do PIB e uma queda no crescimento do PIB em torno de 1,5%.

O estudo de Swiston (2008), por sua vez, encontra evidências de uma elevada relação causal entre disponibilidade de crédito e atividade econômica para economia estadunidense. Utilizando a série de pesquisas do *US Federal Reserve Senior Loan Officer* observa que um endurecimento de 20% nos padrões de concessão dos créditos produz potencialmente uma queda de 0,75% no PIB no ano seguinte e de 1,25% no PIB dos dois anos subsequentes.

No próximo capítulo, são analisadas de forma sintetizada algumas evidências dos efeitos da crise sobre a economia real, desde uma perspectiva global e comparada por países europeus.

CAPÍTULO 5

Evidências dos efeitos da crise sobre a economia real

*“When is a crisis reached? When
questions arise that can't be answered”.*

Ryszard Kapuscinski,
Polish journalist.

5.1. INTRODUÇÃO

A crise financeira global se apresenta como uma ameaça concreta à quase todas as economias mundiais. De fato, houve uma desorganização da atividade econômica em vários setores, diante da escassez do crédito¹¹⁷ e da retração do consumo privado, especialmente nos países com economias maduras.

Não obstante os esforços de coordenação de políticas cometidos em reação à intensificação da crise, descritos na Parte I deste trabalho, os recentes indicadores econômicos revelam que os países confirmam os efeitos adversos advindos na economia real. Sendo assim, propomos neste capítulo avaliar de forma abreviada os efeitos da crise sobre a economia real, delimitando primeiramente nosso exame a análise global e, em seguida, ao contexto específico dos países europeus.

5.2. ANÁLISE GLOBAL: O CASO DOS EUA, JAPÃO E ÁREA DO EURO

5.2.1. Evolução comparada do PIB e do desemprego

O mundo e grande parte das economias avançadas enfrentam, em consequência da crise financeira global, a pior recessão econômica das últimas décadas. A queda de 0,5% em 2009 no PIB mundial resulta ser a pior taxa calculada desde a Segunda Guerra Mundial (gráfico 11). O PIB dos EUA e do Japão, que, em 2009, representavam as maiores economias do mundo¹¹⁸, diminuíram 2,6% e 6,3% naquele ano, sendo o mais baixo desempenho calculado na série desde 1990. Por sua vez, os países que compõem a Área do Euro¹¹⁹ reduziram seu PIB em 4,1%, sendo também o pior resultado calculado para o

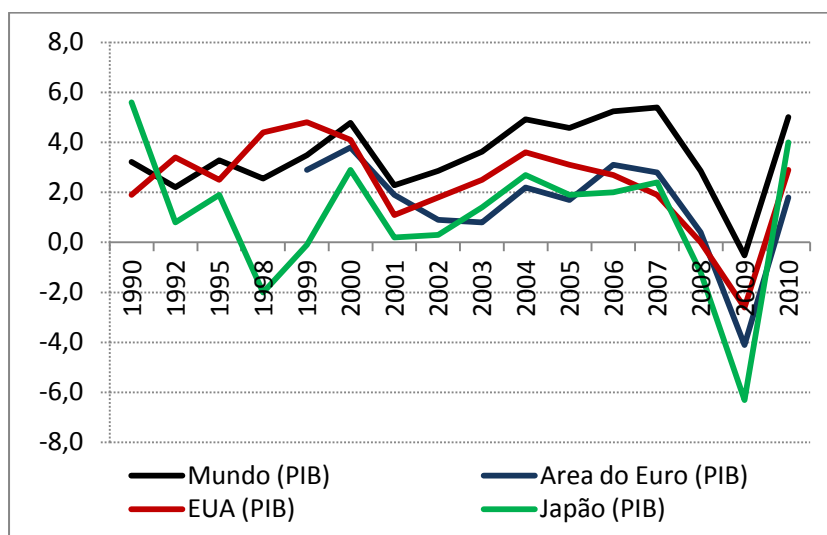
¹¹⁷ Veja detalhes da evolução do crédito no capítulo 6.

¹¹⁸ A China passa a ocupar o posto da segunda maior economia mundial em 2010, ultrapassando a economia japonesa.

¹¹⁹ A Área do Euro ou Eurozona incluía 16 países em janeiro de 2009: Alemanha, Áustria, Bélgica, Chipre, Eslováquia, Eslovênia, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Malta e Portugal. No entanto, a área monetária passa a incluir 17 países em janeiro de 2011 com a adesão da Estônia.

grupo desde a sua criação em 1999¹²⁰. Contudo, os resultados econômicos de 2010 demonstram uma possível tendência de recuperação para os países.

Gráfico 11. Evolução do PIB (%), 1990-2010



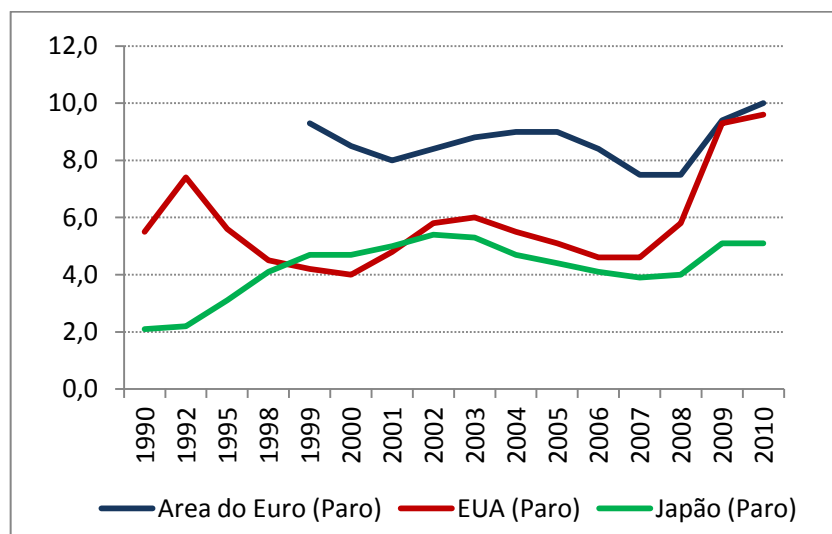
Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat e FMI.

Nota: Taxa de variação anual do PIB a preços constantes.

A desaceleração da economia mundial provocada pela crise global refletiu de forma perversa no mercado de trabalho, impedindo a criação de novos postos de ocupação e reduzindo os empregos existentes. A evolução da taxa de desemprego, no período de 1990 a 2010, revela as maiores taxas calculada na série para o ano de 2010 (gráfico 12). Os EUA, que ao longo de 1990-2008 manteve uma média de 5,4% em sua taxa de desemprego, teve um aumento significativo em 2009 e 2010, alcançando 9,6% no último ano, o que representa a maior taxa calculada desde 1990. O Japão, por sua vez, que sempre apresentou taxas médias de desemprego reduzidas, ao longo das décadas anteriores, encerrou o ano de 2010 com 5,1%, a terceira maior taxa registrada desde 1990. Quanto aos países da Área do Euro, observa-se um comportamento híbrido a partir de 1999 com algumas oscilações. No entanto, a taxa inédita de 10,0% obtida em 2010 é sem dúvida a mais alta observada para este grupo de países durante o período examinado.

¹²⁰ A Área do Euro, EUA e Japão representam conjuntamente mais de 50% do PIB global na atualidade, o que lhes convertem em uma amostra bastante representativa.

Gráfico 12. Evolução da taxa de paro (%), 1990-2010



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat.

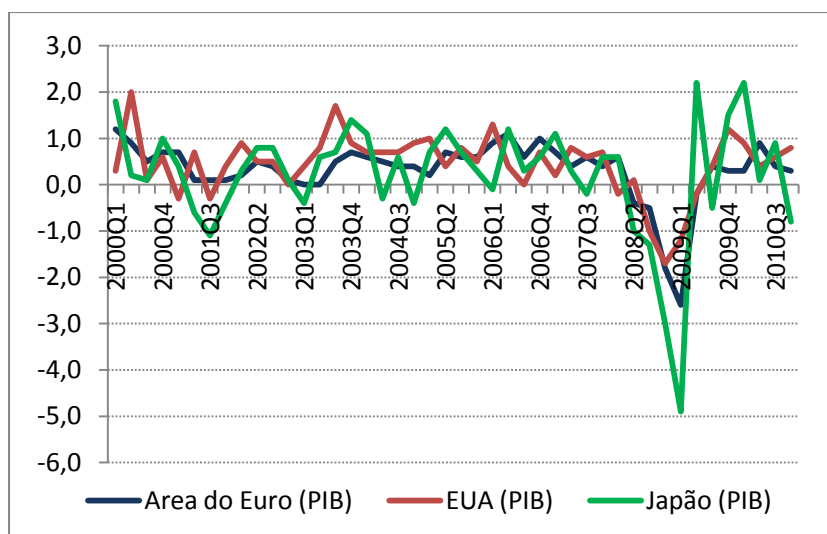
No comparativo trimestral¹²¹ de 2000-2010, verifica-se uma retração contínua no PIB de vários trimestres, em especial, a partir do segundo semestre de 2008 (gráfico 13). Os EUA foram profundamente atingidos pela crise, somando quatro trimestres sucessivos de caída no PIB entre o terceiro trimestre de 2008 e o segundo de 2009, revelando ser o pior desempenho da década. O Japão obteve quatro trimestres contínuos de caída no produto a partir do segundo trimestre de 2008, representando o pior desempenho desde 1990. Os países da Eurozona apresentaram resultados econômicos ainda mais desfavoráveis, com cinco trimestres consecutivos de queda entre o segundo trimestre de 2008 e de 2009.

Por outro lado, a taxa de desemprego indica uma tendência crescente a partir do terceiro trimestre de 2008, ocasião do agravamento sistêmico da crise (gráfico 14). A redução dos postos de trabalhos foi observada de forma bastante particular nos EUA, dado que a taxa subiu de 6,0% no terceiro trimestre de 2008 para 9,6% no último trimestre de 2010, a terceira maior taxa calculada desde o início da série. O Japão foi também vítima da crise do desemprego, já que teve sua taxa aumentada de 4% no terceiro trimestre de 2008 para 5,0% no quarto

¹²¹ O comparativo trimestral refere-se à variação percentual do PIB a preços constantes com ajuste sazonal em relação ao período imediatamente anterior.

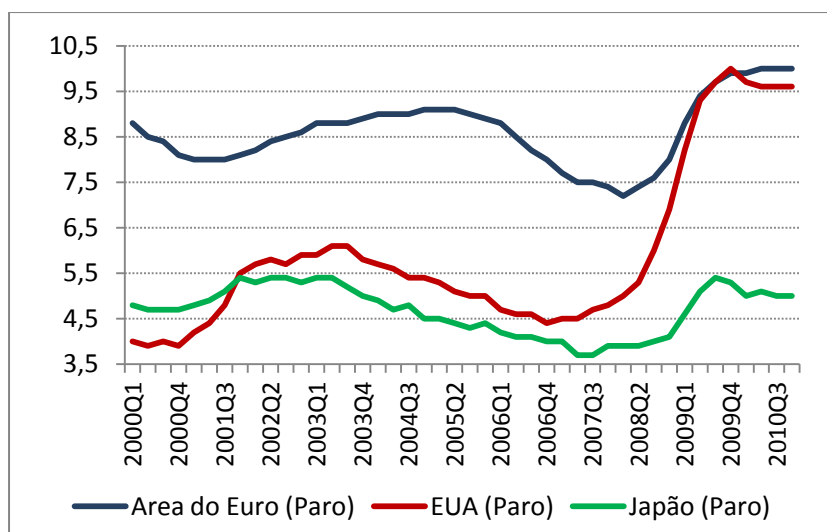
trimestre de 2010, uma das maiores taxas do período. A taxa de desemprego na Área do Euro aumentou ainda de forma mais dramática, uma vez que, desde o início da crise, subiu e não se reduziu; ou seja, teve uma trajetória crescente, de 7,6% no terceiro trimestre de 2008 para 10,0% no último trimestre de 2010, o que representa a maior taxa trimestral calculada desde o início da zona monetária.

Gráfico 13. Evolução trimestral do PIB (%), 2000-2010



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat.

Gráfico 14. Evolução trimestral da taxa de paro (%), 2000-2010



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat.

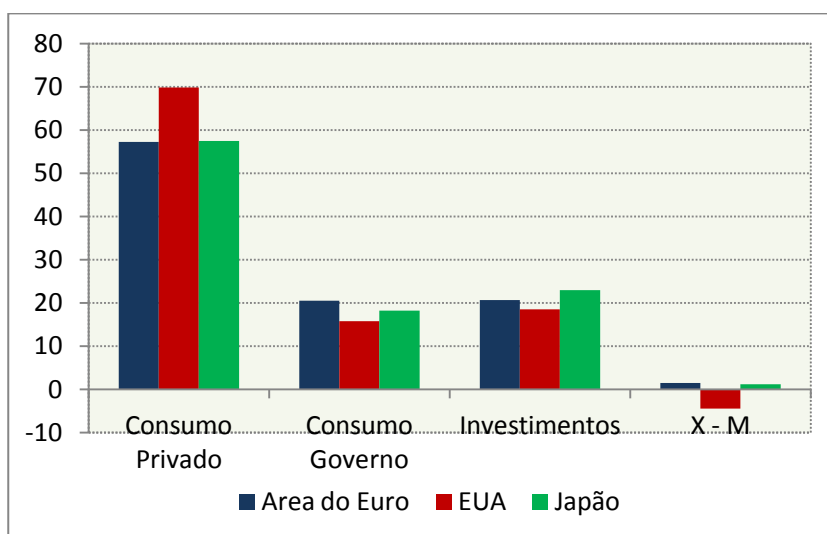
5.2.2. Evolução comparada dos principais componentes do PIB

Observado desde o ponto de vista da demanda, o componente com o maior peso em uma economia é o consumo privado (CP), que simboliza o gasto realizado por unidades familiares, empresas e instituições sem fins lucrativos. O segundo integrante do PIB, desde a perspectiva da demanda, é representado pela formação bruta de capital fixo (FBCF), que engloba tanto os investimentos de ampliação da capacidade produtiva futura de uma economia (investimentos de ampliação), como os relativos à reposição do capital à medida que se deprecia (investimento de reposição), por meio dos investimentos correntes em ativos fixos. O terceiro componente é o consumo do governo (CG) que resume o gasto realizado por diferentes administrações públicas no exercício de suas atividades. Dependendo da especificidade de cada país ou grupo de países, que poderá ser mais liberal ou mais intervencionista, o CG pode chegar a ter uma participação superior a FBCF na composição do PIB.

O consumo privado tem um peso importante na estrutura do PIB, tendo em conta que é responsável por mais de 50% da demanda relativa ao produto final em boa parte das principais economias (ver gráfico 15). Neste sentido, qualquer alteração no CP reflete de forma significativa na variação do PIB.

Desde uma perspectiva comparada, a participação do CP na composição do PIB estadunidense é maior em relação aos países da Eurozona e Japão (gráfico 15). Por outro lado, os investimentos (FBCF), que representam cerca de 20% do PIB, são mais voláteis em circunstâncias de crise, considerando que a desaceleração econômica imposta por uma crise afeta de modo expressivo as expectativas empresariais. Por sua parte, o consumo do governo (CG), que embora represente pouco menos de 20% do PIB, é menos sensível ao ciclo econômico, não estando suas variações relacionadas com os movimentos do PIB real. Por último, o saldo comercial representado pela diferença entre as exportações (X) e importações (I) de bens e serviços que, ainda que não tenha um peso relevante na composição do PIB, é um importante indicador do desempenho econômico de um país.

Gráfico 15. Principais componentes do PIB, 2000-2010



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat.

Nota: Valor médio calculado para o período trimestral 2000-2010.

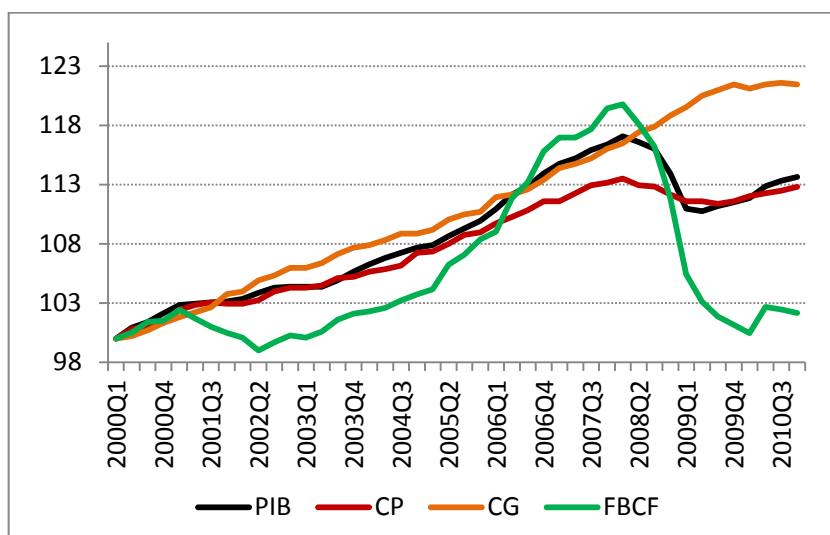
A evolução comparada dos principais componentes do PIB para a Área do Euro apresenta certas particularidades que merecem ser destacadas. Enquanto o gráfico 16 exhibe a evolução trimestral, utilizando o índice de crescimento por componente do PIB, o gráfico 17 apresenta a evolução da participação percentual no período 2000-2010.

Como se pode observar, o índice de crescimento do CP mantém uma correlação muito próxima com índice de crescimento do PIB durante 2000-2005. Contudo, o ritmo de crescimento do CP caiu em relação ao PIB a partir de 2006, diminuindo ligeiramente com a manifestação da crise, embora a um ritmo bem inferior a queda do PIB. O índice de crescimento da FBCF descreve um intenso grau de volatilidade de acordo com o ciclo econômico; ou seja, cresce a um ritmo claramente superior ao crescimento do PIB na fase de expansão (2005-2007) para cair a um ritmo muito superior a caída do PIB na fase crucial de contração (2008-2009)¹²². Por outro lado, o índice de crescimento do CG é crescente para o período, não sendo sensível aos ciclos econômicos, especialmente em momentos

¹²² Como resultado deste alto nível de volatilidade, enquanto o PIB reduziu-se cerca de 4% no período entre os terceiros trimestres de 2008 e 2009, os investimentos contraíram-se 12% para o grupo de países.

de crise que tende a aumentar para estimular a recuperação econômica e neutralizar os efeitos adversos de queda dos outros componentes do PIB¹²³.

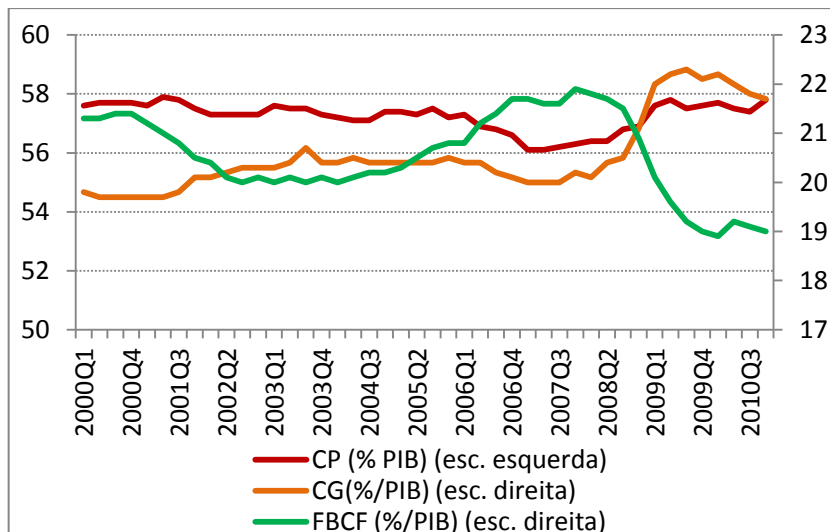
Gráfico 16. Evolução dos componentes do PIB (Eurozona)



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat.

Nota: 2000Q1 = 100.

Gráfico 17. Evolução dos componentes do PIB (%) (Eurozona)



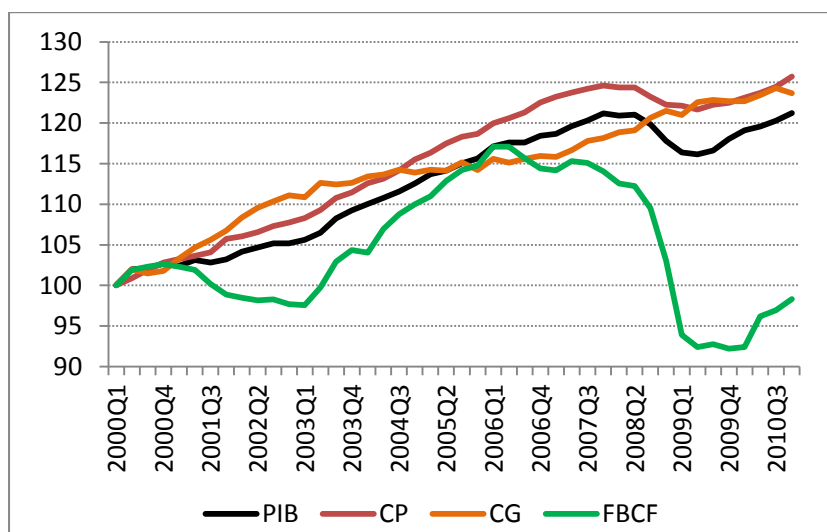
Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat.

Em atenção aos EUA, observa-se que o índice do CP cresceu a um ritmo superior ao índice do PIB durante boa parte do período trimestral 2000-2007

¹²³ Enquanto o CP comparativamente ao PIB, basicamente não se alterou ao longo de 2000-2010, mantendo-se em 57%, os investimentos reduziram de 21,3 % para 19,0% do PIB e o CG aumentou de 19,8% para 21,7%, denotando uma tendência de aumento dos gastos governamentais.

(gráfico 18). Ainda que o CP represente o motor do crescimento da economia estadunidense, a incerteza provocada pela crise, associada ao aumento expressivo do desemprego, redução do crédito e a diminuição do nível de riqueza das famílias, trouxe um comportamento de precaução restringindo o ritmo de crescimento do CP no período 2008-2010. A curva do índice da FBCF apresenta uma elevada volatilidade, ou seja, cresce inicialmente a um ritmo similar ao PIB (2000-2001), para, em seguida, cair em razão da crise das empresas de internet e 11 de setembro (2001-2003); para depois recuperar o crescimento na fase de expansão (2003-2006) e, finalmente cair a um ritmo bem superior a caída do PIB igualmente no período crítico da crise (2008-2009). O índice de crescimento do CG é crescente para o período 2000-2010, similar, a curva de crescimento dos países da Eurozona e pouco sensível aos ciclos econômicos. Além disso, observamos uma troca de posição em relação aos componentes do PIB denotando uma tendência de aumento dos gastos governamentais (gráfico 19). Deste modo os investimentos, que representavam o segundo componente no início da década, passaram a ocupar o terceiro componente do PIB sendo ultrapassados pelos gastos do governo¹²⁴.

Gráfico 18. Evolução dos componentes do PIB (EUA)

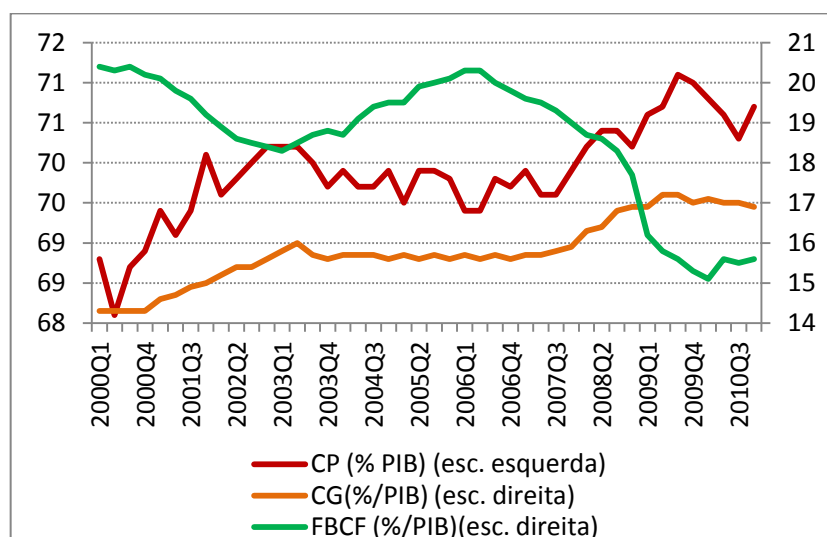


Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat.

Nota: 2000Q1 = 100.

¹²⁴ Enquanto o CP em relação ao PIB teve uma pequena flutuação ao longo de 2000-2010, oscilando em torno dos 69-71%, os investimentos reduziram 24%, ou seja, de 20,4% para 15,6% do PIB e o CG aumentou 18%, de 14,3% para 16,9%.

Gráfico 19. Evolução dos componentes do PIB (%) (EUA)



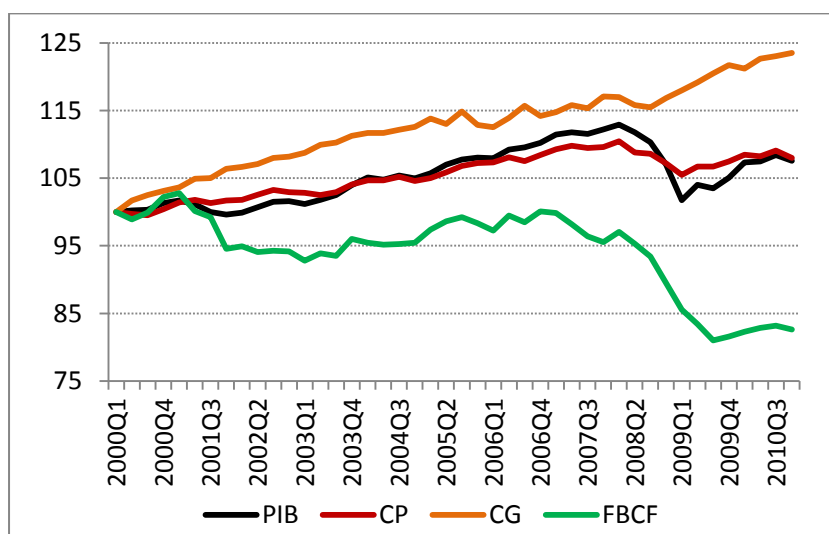
Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat.

No que diz respeito à economia do Japão, o índice de crescimento do CP mantém uma correlação bastante próxima com o índice do PIB durante boa parte do período 2000-2007 (gráfico 20). No entanto, vale destacar que a incerteza econômica motivada pelos agravantes da crise global fez com que a curva do CP do país recuasse ligeiramente durante quatro trimestres consecutivos, todavia a um ritmo inferior a caída do PIB, recuperando a tendência de crescimento a partir do segundo trimestre de 2009. Por outro lado, o índice da FBCF sugere uma curva de baixíssima taxa de crescimento, além de elevada volatilidade para o período examinado¹²⁵. Do mesmo modo, a curva do CG é crescente para boa parte do período 2000-2010, similar, portanto, a curva de gastos do governo dos países da Eurozona e dos EUA, já analisadas anteriormente¹²⁶.

¹²⁵ A insegurança produzida pela crise aumentou a volatilidade dos investimentos (FBCF) no Japão, fazendo com que houvesse uma queda de quase quatro pontos percentuais, em relação ao PIB, entre o terceiro trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2010 (gráfico 21).

¹²⁶ Enquanto o CP teve um pequeno crescimento de 56,4% para 58,5% do PIB em 2000-2010, os investimentos reduziram de 25,2% para 20,6% e o CG aumentou quase na mesma proporção, de 16,6% para 20,2%, novamente denotando uma tendência de aumento dos gastos governamentais do governo japonês (gráfico 21).

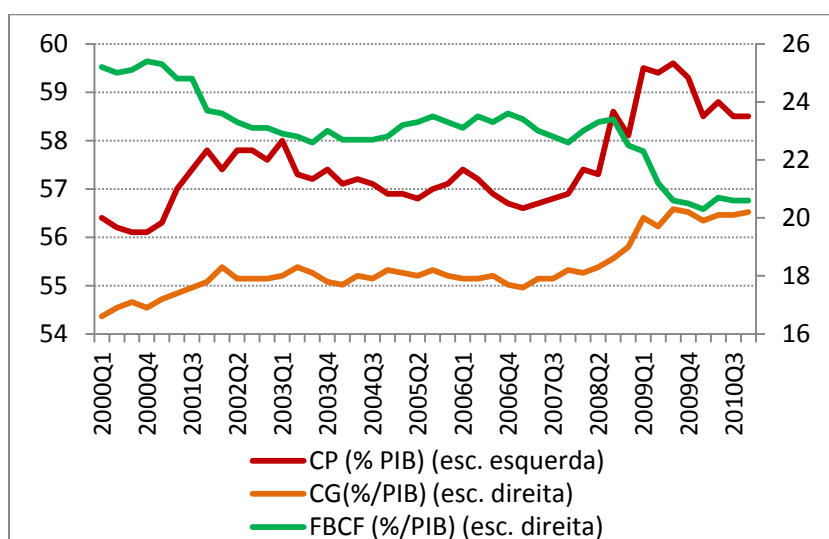
Gráfico 20. Evolução dos componentes do PIB (Japão)



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat

Nota: 2000Q1 = 100.

Gráfico 21. Evolução dos componentes do PIB (%) (Japão)

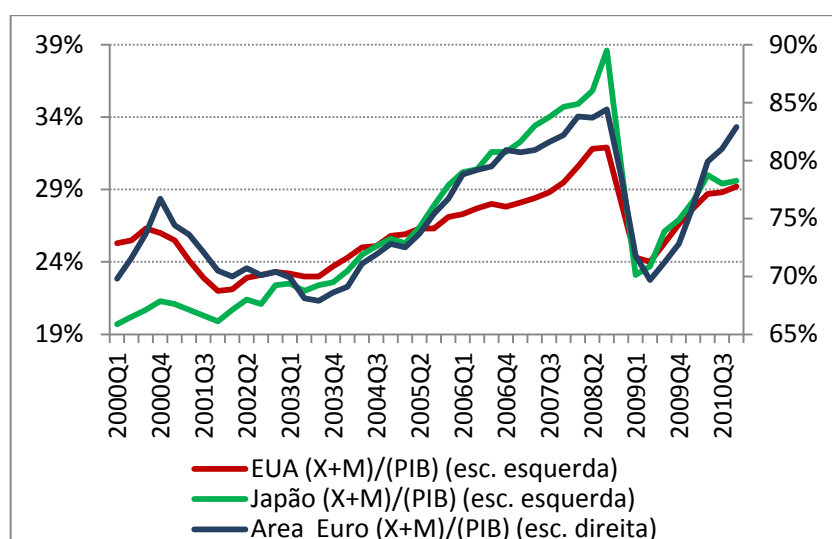


Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat.

A escassez da financialização comercial associada à queda na demanda, provocada pela desaceleração econômica global, fez com que o volume do comércio exterior diminuísse consideravelmente e de forma sincronizada em 2008-2009. A evolução da curva do comércio (exportações + importações) em relação ao PIB, ao longo de 2000-2010, comprova que o período entre o terceiro trimestre de 2008 e o segundo de 2009 foi o de mais baixo desempenho comercial para as economias na série analisada (gráfico 22). Por sua vez, a curva

do comércio para os países da Eurozona sugere uma etapa de concreta evolução ao longo de 2003-2008, invertendo a tendência a partir do último quarto de 2008 e recuperando o curso do crescimento apenas no terceiro trimestre de 2009¹²⁷. A atuação do comércio dos EUA revela um comportamento similar ao anterior, ou seja, uma fase de crescimento consistente em 2003-2008, invertendo a tendência a partir do quarto trimestre de 2008 e restaurando o rumo do crescimento no terceiro trimestre de 2009¹²⁸. Por último, a curva do comércio do Japão sugere um desempenho similar aos demais, ou seja, um crescimento sólido em 2003-2008, para iniciar um período de queda expressiva a partir do último quarto de 2008, recuperando o ritmo do crescimento apenas no terceiro trimestre de 2009¹²⁹.

Gráfico 22. Evolução trimestral comparada do comércio exterior, 2000-2010



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat.

¹²⁷ O volume do comércio da Área do Euro reduziu 16,7% entre os segundos trimestres de 2008 e 2009; ou seja, de 83,7% para 69,7% do PIB, o que representa um resultado comercial alcançado há cinco anos.

¹²⁸ O fluxo comercial dos EUA diminuiu 24,5%, entre os segundos trimestres de 2008 e 2009, de 31,8% para 24,0% do PIB, desempenho semelhante ao obtido no último trimestre de 2003.

¹²⁹ O volume comercial japonês encurtou 33,8% entre os segundos trimestres de 2008 e 2009, de 35,8% para 23,7% do PIB, desempenho parecido ao alcançado em 2003 e 2004.

5.3. ANÁLISE DO CASO EUROPEU: UM ESTUDO DE DEZ PAÍSES SELECIONADOS

5.3.1. Evolução comparada do PIB e do desemprego

Não obstante que a Área do Euro esteja presentemente constituída por dezessete Estados-membros, nossa análise será delimitada a somente dez nações (Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Grécia, Holanda, Irlanda, Itália e Portugal)¹³⁰. Algumas razões justificam esta seleção.

Em primeiro lugar, os dez países contam com uma ampla experiência no processo de unificação econômica e monetária da União Europeia¹³¹ (UE). Em segundo lugar, as dez economias produzem na atualidade mais de 95% do PIB da Eurozona, o que converte em uma amostra altamente representativa. Em terceiro lugar, sua população presente representa, em conjunto, mais de 95% da população da área monetária, reforçando ainda mais a amostra selecionada.

A análise comparada dos dez países selecionados confirma a evolução destacada para o crescimento do PIB de Espanha, Grécia e Irlanda no período 2000-2007 (gráfico 23). Enquanto o PIB Espanhol, Grego e Irlandês aumentou 30%, 34% e 50% no período 2000-2007, o PIB dos demais países obteve crescimentos bastante modestos de 9 a 19%¹³².

A crise global deixou claramente evidente o alcance do impacto produzido às economias examinadas. Tanto o PIB Alemão, como o Francês e o Italiano, que representam as maiores economias do grupo, entraram em uma trajetória decrescente, recuando por quatro trimestres consecutivos a partir do

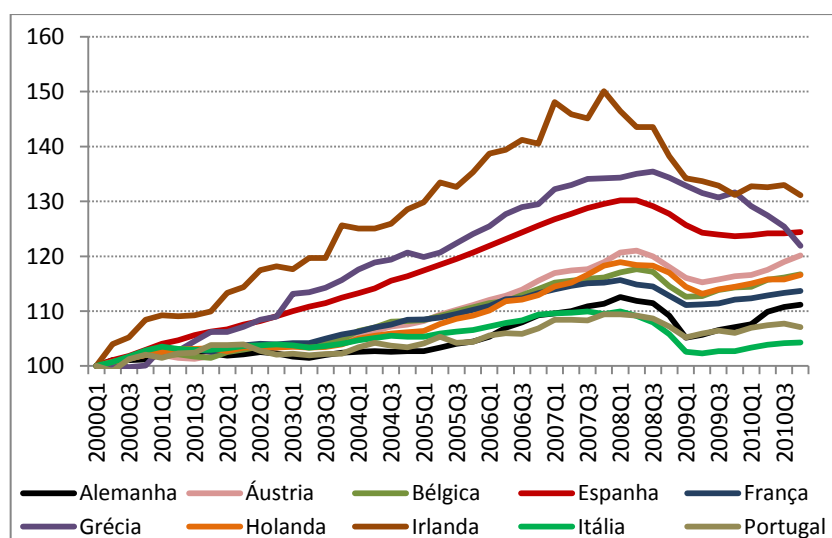
¹³⁰ Adicionamos ao final do trabalho o Anexo I com o objetivo de oferecer uma visão sistemática sobre as principais características das economias dos dez países selecionados.

¹³¹ A União Europeia, anteriormente designada por Comunidade Econômica Européia (CEE), é uma união supranacional econômica e política de 27 Estados-membros, estabelecida após a assinatura do Tratado de Maastricht em 1992. Trata-se de uma organização que combina o nível supranacional e institucional num campo geográfico restrito com o papel político próprio sobre os Estados-membros. Alemanha, Bélgica, França, Itália e Holanda são os membros fundadores da antiga comunidade em 1957. Posteriormente, Irlanda aderiu ao grupo em 1973, Grécia em 1981, Espanha e Portugal em 1986 e, finalmente, Áustria em 1995.

¹³² Boa parte do crescimento destacado de Espanha, Grécia e Irlanda resultam de consumo financiado e investimentos vigorosos direcionados ao setor imobiliário, que preservava uma fração importante da empregabilidade da massa trabalhadora.

segundo quarto de 2008, o que simboliza, de longe, o pior resultado da década para as três economias¹³³. Áustria, Bélgica Holanda e Portugal foram também duramente atingidos pela crise, retraindo o PIB por três/quatro trimestres continuados a partir do terceiro quarto de 2008. Espanha, Grécia e Irlanda, por sua vez, foram os únicos países que permaneceram em recessão, durante o segundo semestre de 2009¹³⁴.

Gráfico 23. Evolução trimestral do PIB, 2000-2010 (Países da Eurozona)



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Nota: 2000Q1 = 100.

A evolução da taxa de desemprego revela um caráter bastante heterogêneo entre os dez países (gráfico 24). Em princípio, a crise praticamente não alterou a taxa de desemprego na Alemanha e Áustria no período 2008-2010¹³⁵. Bélgica, França e Itália não demonstraram oscilações significativas na

¹³³ Acrescentamos um Anexo II contendo um conjunto de tabelas estatísticas acerca da evolução dos principais indicadores macroeconômicos para os países e blocos econômicos examinados, no período 2000-2010.

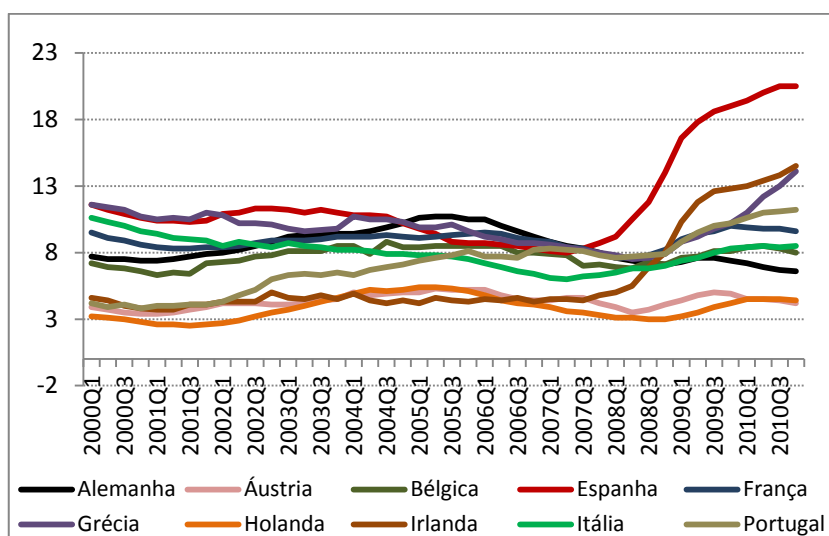
¹³⁴ A Grécia, inclusive, foi o único país que permaneceu em recessão durante 2010, sendo posteriormente resgatado pelo Eurogrupo e FMI, dado seu descontrole orçamentário e sua crescente dívida pública.

¹³⁵ Na Alemanha, o impacto insignificante da crise global no mercado de trabalho se deve principalmente ao chamado "contrato alemão" que estabelece ajudas econômicas às empresas que mantivessem sua força de trabalho em tempos de crise, e optassem por diminuir as horas de trabalho ao invés de reduzir o número de postos. Por sua vez, a manutenção da baixa taxa de desemprego na Áustria é devido à flexibilidade laboral, associado a um sistema de proteção social dirigido a reinserção profissional da população economicamente ativa.

taxa de desemprego, dentre os examinados¹³⁶. Por outro lado, Grécia e Portugal alcançaram 14,1% e 11,2% no último quarto de 2010, após vários trimestres de subida continuada. Holanda, que embora tenha tido um pequeno incremento no desemprego nos últimos trimestres, reflete uma realidade diferente no mercado laboral, tendo em conta que possui uma taxa muito reduzida, se comparada à média dos países da Eurozona (10,0%) e da União Europeia (9,6%).

Contudo, a situação de Espanha e Irlanda, que no passado conviveram com uma euforia no setor imobiliário garantindo a empregabilidade de boa parte das pessoas, é dramática, tendo em vista que a taxa de desemprego atingiu 20,5% e 14,5% no último trimestre de 2010, o que representa um incremento de 136% para Espanha e 202% para Irlanda, em doze trimestres de subida continuada em 2008-2010¹³⁷.

Gráfico 24. Evolução trimestral da taxa de paro, 2000-2010 (Países da Eurozona)



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat.

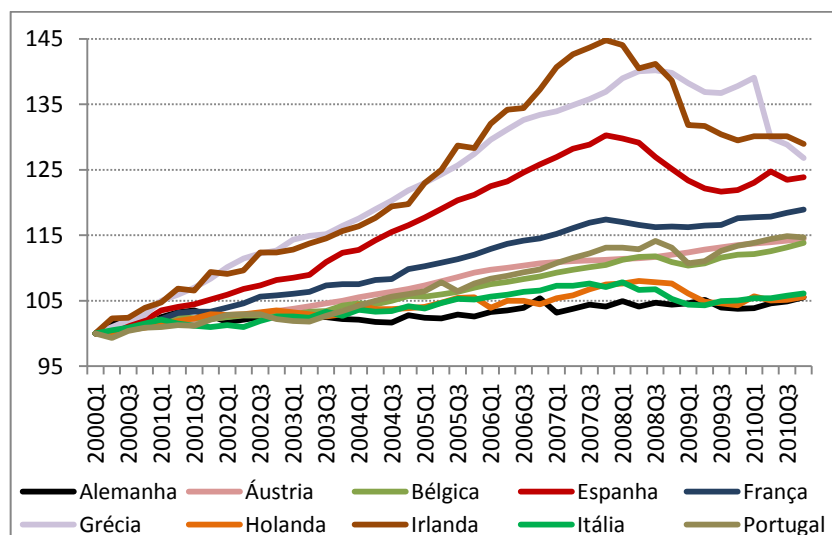
¹³⁶ Vale destacar que no período 2008-2010 a taxa de desemprego na Bélgica, França e Itália aumentaram, respectivamente, 13%, 22% e 35%.

¹³⁷ Não tão distante Portugal e Grécia foram outros dois países também duramente atingidos pelo aumento do desemprego, em razão da atual crise global. Este grave cenário contribuiu para aumentar ainda mais o descontrolo orçamentário das contas governamentais, gerando desconfiças quanto à solvência dos títulos da dívida destes quatro países (Espanha, Grécia, Irlanda e Portugal). Consultar detalhes no Anexo I.

5.3.2. Evolução comparada dos principais componentes do PIB

A evolução da curva do consumo privado (CP) sugere um comportamento heterogêneo entre os países (gráfico 25). Alemanha, Bélgica, Holanda e Itália apresentam uma curva de crescimento muito mais baixa e estável do que os demais países. A curva do consumo em Áustria e França é crescente, incluso durante o período crítico da crise (2008-2009)¹³⁸. Portugal apresenta uma curva similar a Austríaca, contudo, percebe-se uma ligeira caída no CP durante os trimestres do auge da crise. Espanha, Grécia e Irlanda, em comparação aos demais, oferecem crescimentos muito mais intensos no consumo¹³⁹ durante a etapa expansiva (2000-2007). No entanto, são de longe os três países mais afetados pela caída do CP durante a fase da crise (2008-2010)¹⁴⁰. Em atenção à evolução de sua participação relativa ao PIB (gráfico 26), não se observam grandes oscilações no consumo em relação à média do período examinado, com exceção de Holanda e Irlanda¹⁴¹.

Gráfico 25. Evolução trimestral do consumo privado, 2000-2010



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Nota: 2000Q1 = 100.

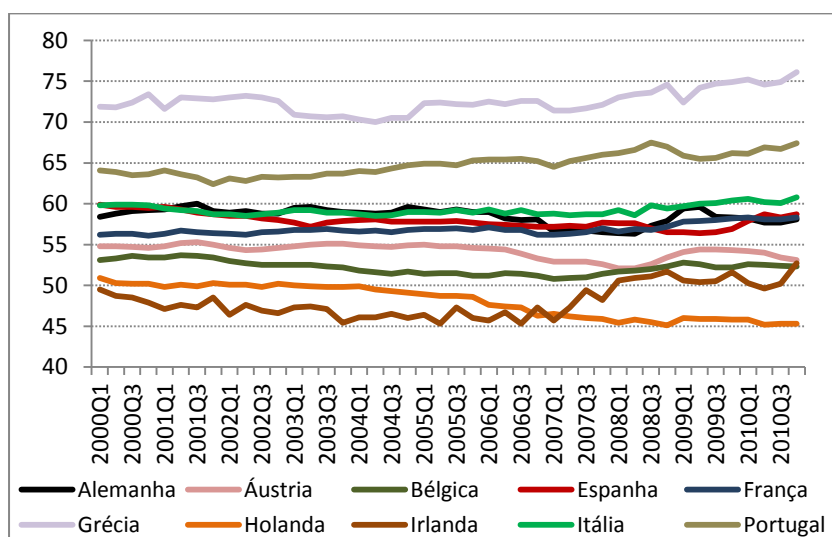
¹³⁸ O CP não reduziu durante a etapa crítica da crise (2008-2009), crescendo 2,0% na Áustria e 0,2% na França.

¹³⁹ Vale destacar que este consumo guarda uma relação bastante estreita com o crédito concedido às famílias. Consultar detalhes no próximo capítulo.

¹⁴⁰ A queda no CP em Irlanda é impressionante chegando a atingir 10,9% no período 2008-2010.

¹⁴¹ A média do CP, em relação ao PIB, para 2000-2010 alcançou 58,5% na Alemanha, 54,2% na Áustria, 52,2% na Bélgica, 57,9% na Espanha, 56,9% na França, 72,5% na Grécia, 48,0% na Holanda, 48,0% na Irlanda, 59,3% na Itália e 64,8% em Portugal.

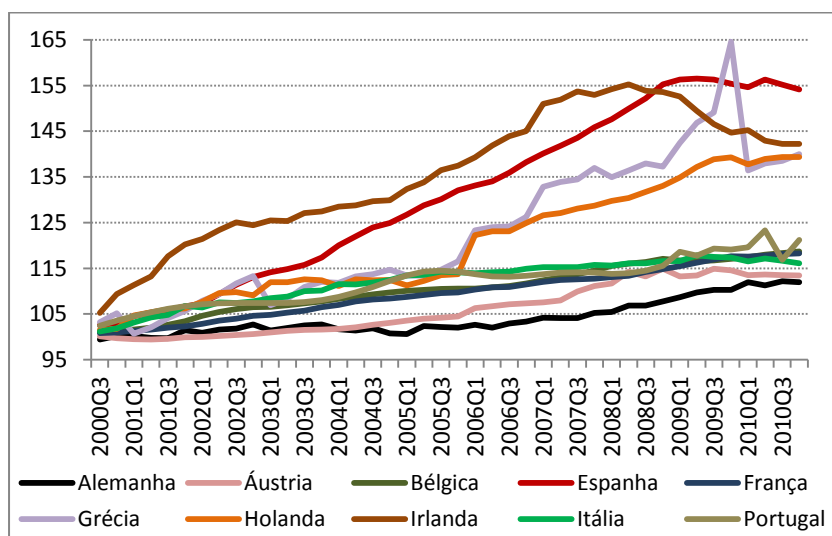
Gráfico 26. Evolução trimestral do consumo privado (% PIB)



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat.

Desde uma perspectiva comparada, a curva do consumo público (CG) revela um comportamento mais homogêneo, já que é crescente em quase todos os países. Contudo, o aumento do CG é menos intenso em Alemanha, Áustria, Bélgica, França, Itália e Portugal, do que em Holanda e, sobretudo em Espanha, Irlanda e Grécia¹⁴² (gráfico 27). Comparativamente ao PIB, observa-se um crescimento do CG em quase todos os países, processo que se acentua em razão da crise, denotando o caráter mais assistencialista dos governos (gráfico 28).

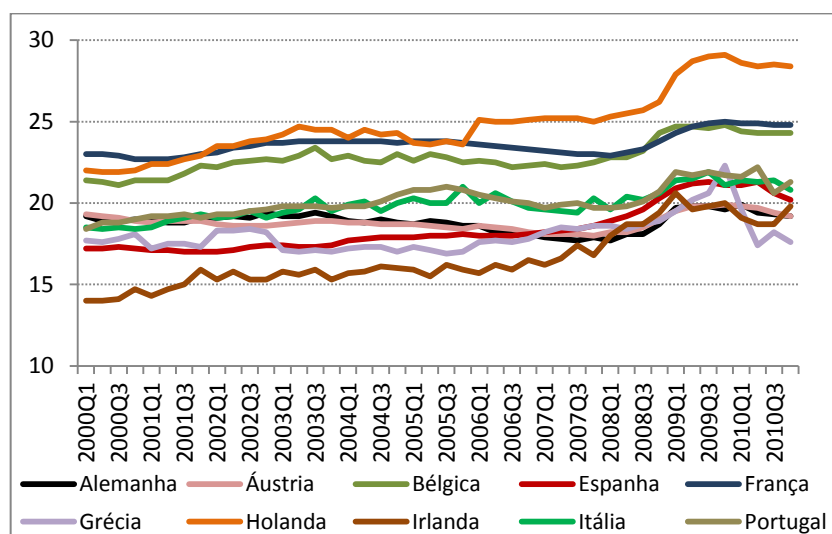
Gráfico 27. Evolução trimestral do consumo do governo, 2000-2010



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Nota: 2000Q1 = 100.

¹⁴² Outra vez, ressalta-se que o total descontrolado orçamentário das contas públicas em 2009 foi uma das principais razões que resultou no resgate financeiro a Grécia em 2010.

Gráfico 28. Evolução trimestral do consumo do governo (% PIB)



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Nota: 2000Q1 = 100.

Por sua parte, a evolução dos investimentos (FBCF) ilustra uma curva de intensa volatilidade para todos os países. Concretamente, durante o período expansivo (2000-2007), o ritmo de crescimento dos investimentos em Grécia e, sobretudo em Espanha e Irlanda¹⁴³ é visivelmente superior, se comparado aos demais países (gráfico 29). No entanto, durante a etapa da crise (2008-2010) a caída dos investimentos é impressionante em todos os países; em especial nos casos específicos de Espanha, Grécia e Irlanda¹⁴⁴, este último em que a redução dos investimentos ultrapassa 50% desde o início da crise¹⁴⁵. Comparativamente ao PIB, se observa no período 2000-2010 uma queda sincronizada dos investimentos para todos os países, com exceção da França. A caída se produz de

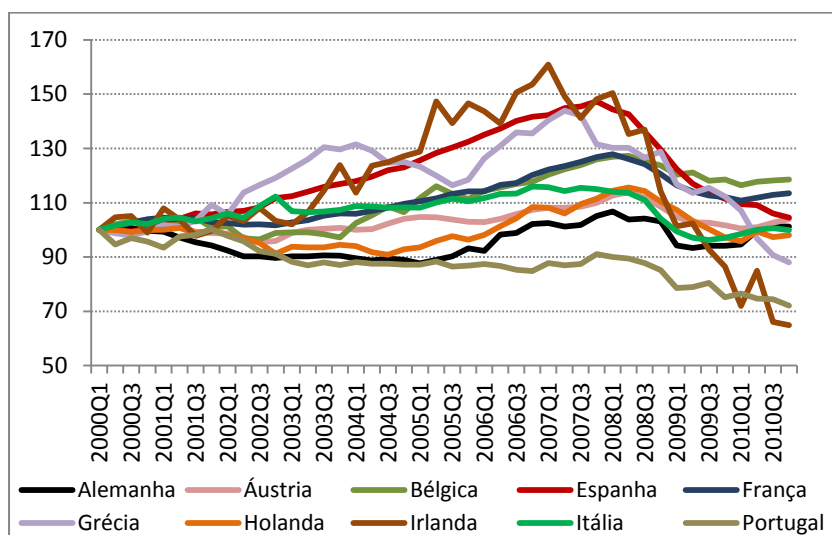
¹⁴³ Nos últimos vinte anos, a economia da Irlanda havia sido alimentada pela alíquota reduzida de imposto imposta às empresas e também por montantes expressivos de investimentos, oriundos dos EUA e de países europeus. A segunda metade do crescimento foi resultado de investimentos ao setor imobiliário e o dinheiro barato funcionava como lenha na fogueira, fazendo com que a economia do país ficasse superaquecida. Consultar detalhes no Anexo I.

¹⁴⁴ Uma das razões que justificam a queda drástica dos investimentos na Irlanda é a chamada “perda da vantagem competitiva” que no passado tanto atraiu os investidores por ser um país barato para as empresas estrangeiras aí se instalarem. Hoje, com a eclosão da crise, a Irlanda tornou-se o segundo país mais caro da Eurozona para as empresas, fazendo com que os investimentos diretos se reduzissem drasticamente.

¹⁴⁵ A forte caída dos investimentos em Espanha, Grécia e Irlanda se concretizou no aumento da taxa de desemprego; que, por sua vez, funcionou como estopim para o aumento dos gastos governamentais com políticas assistencialistas, resultando em um aumento sublime do déficit orçamentário, em níveis nunca vistos desde a criação do Euro. Veja detalhes no Anexo I.

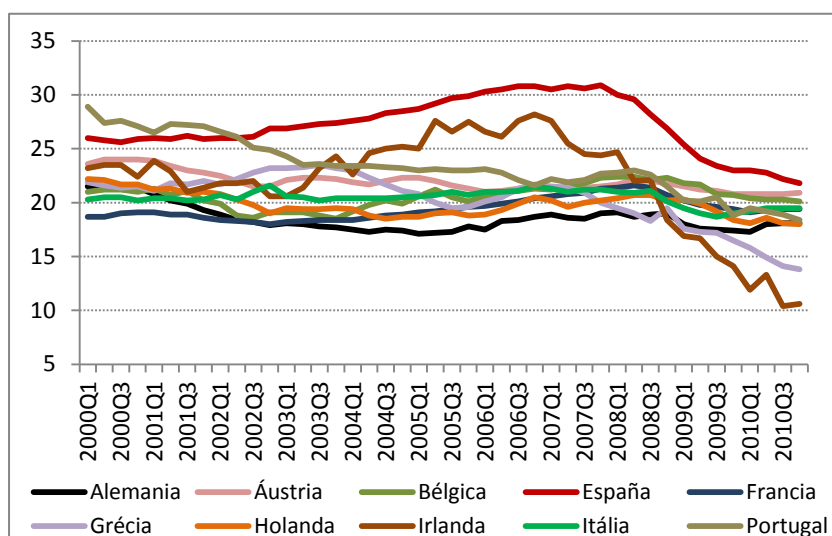
forma mais aguda na etapa da crise (2008-2010), sobretudo em Espanha, Grécia e Irlanda em que a queda dos investimentos é surpreendente¹⁴⁶ (gráfico 30).

Gráfico 29. Evolução trimestral dos investimentos (FBCF), 2000-2010



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Nota: 2000Q1 = 100.

Gráfico 30. Evolução trimestral dos investimentos (% PIB)

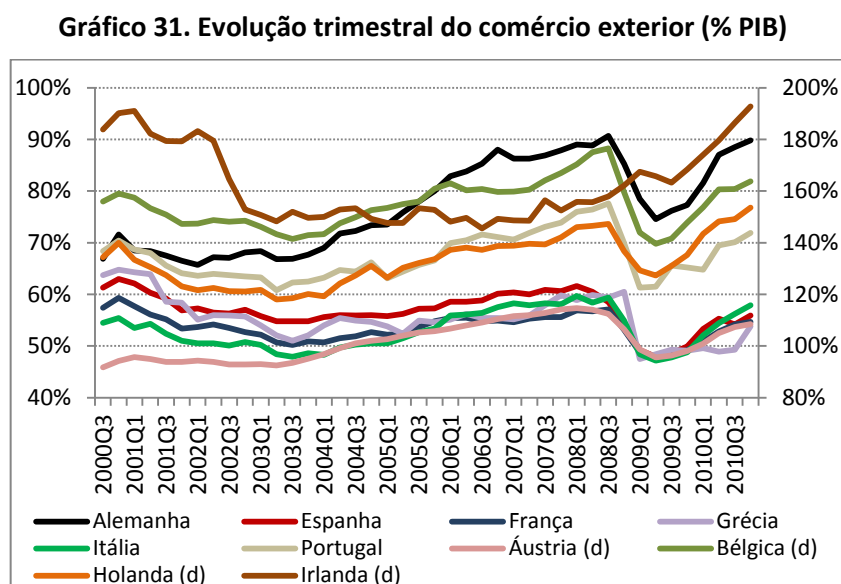


Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Nota: 2000Q1 = 100.

A insuficiência da financialização comercial conjugada à queda expressiva na demanda, provocada pela crise global, fez com que o volume do comércio total (exportações + importações), em relação ao PIB, diminuísse

¹⁴⁶ No período entre o primeiro trimestre de 2008 e o quarto trimestre de 2010, a caída dos investimentos, em relação ao PIB, atinge 27,3% em Espanha, 29,2% em Grécia e surpreendentes 57,1% em Irlanda, muito acima da média dos países da Eurozona (caída de 12,8%).

consideravelmente e de forma sincronizada para os dez países no período da crise (2008-2009), com exceção observada em Irlanda¹⁴⁷ (gráfico 31). A evolução da curva do comércio confirma que o período adverso entre o terceiro trimestre de 2008 e o segundo de 2009 foi o de mais baixo desempenho comercial na década para quase a totalidade das economias¹⁴⁸. De fato, a contração dos fluxos de exportação e importação no comércio mundial em 2009, representou o pior desempenho mercantil observado em 70 anos. Não obstante as fragilidades impostas pela crise global em 2008-2009, os resultados de 2010 sinalizam uma possível tendência a recuperação no fluxo do comércio internacional¹⁴⁹, com destaque para Alemanha e Itália.



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Nota: escala da direita (d).

Em síntese, dentro do contexto da etapa crítica da crise (2008-2009), podem-se destacar as seguintes particularidades do comportamento do PIB e de seus principais componentes, para os dez países examinados (gráfico 32):

¹⁴⁷ Enquanto o volume comercial total dos dez países reduziu em média 15,6% entre o terceiro trimestre de 2008 e o segundo trimestre de 2009, o fluxo comercial de Irlanda foi o único que aumentou 4,9%, em grande parte, decorrente do aumento de suas exportações.

¹⁴⁸ A redução do volume do comércio total para Bélgica, Itália e Portugal foi impressionante chegando a ultrapassar 20% do PIB no período.

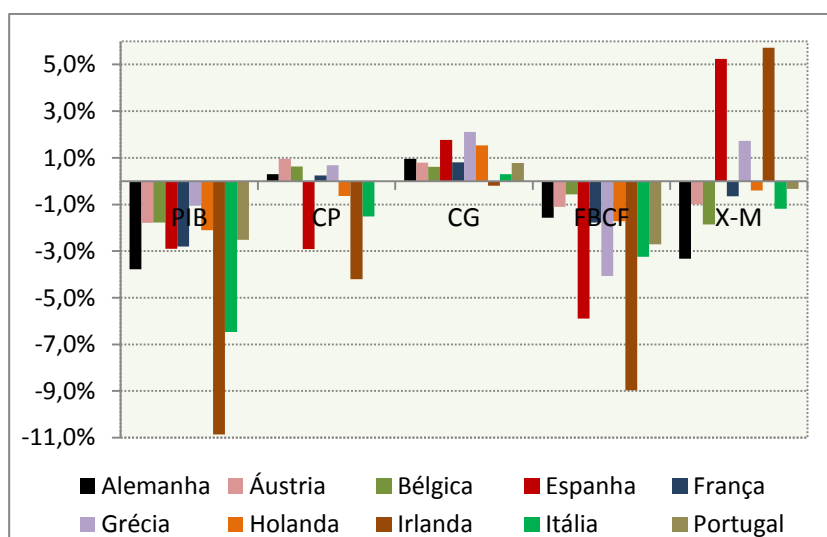
¹⁴⁹ Segundo a OMC, a compensação para a redução da demanda dos países desenvolvidos é o crescimento da China, que também se reflete em maiores importações; provocando, por sua vez, a alta das commodities e garantindo mercado para as exportações da Europa e outras regiões.

- Em atenção ao PIB, observa-se uma caída sistematizada em todos os países, onde a maior queda se produz com clareza para o caso de Irlanda, com uma redução de 10,9% em apenas dois anos. Itália, por sua vez, é o segundo país mais afetado pela crise, com uma queda acumulada de 6,5% no período. Os demais países apresentam uma caída inferior a 4%;
- Os investimentos (FBCF), dado sua natureza volátil, representam de sobra o componente com a maior caída acumulada para todos os países. No entanto, os casos observados em Grécia, Espanha e Irlanda são os mais destacados dentre os analisados. De fato, grande parte desta queda nos investimentos é atribuída à forte contração do setor imobiliário, que no passado era um dos grandes responsáveis por impulsionar o crescimento econômico dos três países;
- A caída do consumo privado (CP) se nota com clareza em quatro¹⁵⁰ dos dez países avaliados. Contudo, a queda no CP se destaca em Espanha e Irlanda; países que foram duramente atingidos pela caída da riqueza total durante a crise e pelo aumento no desemprego, gerando reflexos diretos (redução dos ingressos) e indiretos (aumento da incerteza) no nível de consumo das famílias.
- O único componente que cresce para todos os países (exceto em Irlanda) é o consumo público (CG), sobretudo nos casos de Holanda, Espanha e Grécia. Grande parte da explicação é atribuída às ações assistencialistas dos Governos, em linha com o caráter anticíclico das políticas de estabilização e crescimento. Esta é uma das razões que justificam separar ambas vertentes do consumo final de uma economia, centrando-se no consumo privado, por este ser o ator protagonista do “efeito riqueza”;

¹⁵⁰ Espanha, Holanda, Irlanda e Itália.

- Por último, o saldo comercial (X-M) revela um caráter mais heterogêneo. O caso de Alemanha se destaca, já que experimenta uma forte caída deste componente¹⁵¹. Por outro lado, Espanha, Grécia e Irlanda obtêm resultados comerciais favoráveis, atribuídos, em parte, a redução de suas importações. Realmente, poderia argumentar, por detrás deste comportamento desigual em matéria de comércio exterior, a possível existência de um efeito riqueza de caráter externo, em linha com a caída dos níveis de consumo de outros países sócios.

Gráfico 32. Resultado do PIB e principais componentes, 2008-2009



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat.

O capítulo seguinte se aborda um aspecto fundamental para a correta interpretação da evolução do consumo diante de um contexto de crise que representa a evolução do crédito concedido às famílias nos países da Eurozona.

¹⁵¹ A queda no resultado comercial alemão é especialmente atribuída à forte redução das exportações; que, em grande parte, são direcionadas aos outros países membros da União Europeia afetados pela crise.

CAPÍTULO 6

O crédito às famílias e sua evolução nos países da Eurozona

“Más vale tener crédito que dinero”.

Tomás Pascual Sanz (1926-2006),
Fundador del grupo Leche Pascual.

6.1. INTRODUÇÃO

O crédito assume um papel cada vez mais destacado para o desenvolvimento de uma economia na sociedade moderna. É um elemento fundamental para o crescimento econômico, já que permite a antecipação das relações comerciais e das decisões de investimento, na medida em que possibilita a troca de um valor presente por uma obrigação futura, acelerando a circulação da riqueza de um país.

Graças ao crédito, empresas, famílias e Governos podem ter acesso aos recursos financeiros que, de outra forma, seriam difíceis de obter. Os créditos podem, por exemplo, viabilizar investimentos e projetos para as empresas com a finalidade de melhorar sua produção e seus ingressos futuros, tornando-as mais presentes diante de um cenário competitivo. Por outro lado, os créditos podem incentivar o consumo das famílias, ativando e sustentando o sistema produtivo de um país. Já, os créditos concedidos aos Governos permitem realizar investimentos em projetos sociais, em infraestrutura e em outros fins para manter a atividade econômica em níveis adequados. Contudo, o nível de endividamento dos créditos deve ser administrado com prudência, de modo a não afetar a estabilidade das empresas, dos indivíduos e dos países.

O crédito é de importância vital para a economia dos países, tendo em conta que sua utilização pode produzir, entre outros, os seguintes efeitos: aumento dos volumes de venda das empresas; incremento da produção de bens e serviços com uma diminuição dos custos unitários; aumento dos postos de trabalho, mediante a criação de novas empresas e ampliação das existentes; elevação do nível de consumo, ao permitir que determinados indivíduos adquiram bens e serviços que não estariam ao seu alcance, caso fossem obrigados a pagá-los no momento de sua aquisição¹⁵².

¹⁵² Merece destacar, entretanto, que a magnitude de financiamento que uma economia recebe deverá estar sempre associada à capacidade de pagar suas dívidas.

Neste contexto, o crédito destinado ao consumo funciona com uma variável determinante que conecta a economia financeira com a atividade real, podendo amplificar o efeito riqueza sobre o consumo das famílias na fase expansiva, ou então atuar inversamente como um freio ao consumo na etapa recessiva de crise; tendo em conta que boa parte do consumo das famílias é proveniente de consumo financiado nos últimos anos que tende a diminuir em circunstâncias adversas de restrição ao crédito.

Considerando que o canal do crédito guarda uma conexão muito intensa com o desempenho do consumo e tratando de entender melhor sua vinculação com o efeito riqueza, este capítulo tem por objetivo conhecer a evolução do crédito às famílias no contexto de dez países da Eurozona, com vistas a ter uma melhor compreensão dos efeitos da crise global sobre a economia real. A primeira seção é destinada aos aspectos conceituais e sua classificação existente. A segunda e terceira parte tem por objetivo contextualizar a importância sobre a evolução do crédito ao consumo de forma agregada e, posteriormente, delimitada por países da Eurozona. Reservamos a última seção para expor algumas considerações finais.

6.2. CONCEITO E TIPOS DE CRÉDITOS

O conceito de crédito pode ser analisado diante de distintas perspectivas. A palavra crédito provém do latim *creditus* que significa "coisa confiada". Ou seja, "crédito" em sua origem exprime confiar ou ter confiança, denotando o fator confiança entre as partes sobre um determinado assunto. De acordo com a concepção jurídica, o crédito é definido como o direito que tem o devedor de receber do credor alguma coisa, na medida em que haja confiabilidade com o compromisso de pagamento ou devolução¹⁵³.

Desde uma perspectiva econômica, o crédito pode ser explicado como a mudança de uma riqueza presente por uma riqueza futura, baseado na confiança

¹⁵³ Ver, por exemplo, Alvarez (2008), Balaguy (1996) e Guardia (2002) que expõem mais detalhadamente a terminologia e alguns aspectos jurídicos do conceito de crédito.

e na solvência que se concede ao devedor. Na realidade, a palavra crédito possui um amplo significado. Desde o ponto de vista financeiro, o crédito é uma operação contratual em que o credor (emprestador) confia o capital ao devedor (tomador), com a premissa de que este último cumprirá com sua obrigação de pagar no futuro o capital recebido (reembolso da dívida) mais os juros pactuados implicitamente (serviço da dívida). Deste modo, o crédito refere-se à promessa de pagamento futuro, não necessariamente certo, em virtude de um fator de risco (Santos, 2003).

Existem muitos tipos de créditos presentes no sistema financeiro, sendo os mais tradicionais, os créditos comerciais, os créditos ao consumo e os créditos hipotecários. Os créditos comerciais são empréstimos outorgados a empresas de distintos tamanhos destinados a aquisição de bens, pagamentos de serviços ou para refinarar dívidas com outras entidades. Os créditos destinados ao consumo são empréstimos de curto/médio/longo prazo concedidos pelas entidades financeiras a indivíduos para a aquisição de bens de consumo (p.ex. automóveis, eletrodomésticos, etc.) ou para serviços (p.ex. viagens)¹⁵⁴. Por sua vez, os créditos hipotecários são empréstimos de médio/longo prazo concedidos a pessoas físicas para a aquisição de moradias, com a garantia da hipoteca sobre o bem adquirido.

6.3. A IMPORTÂNCIA E A EVOLUÇÃO DO CRÉDITO NA EUROZONA

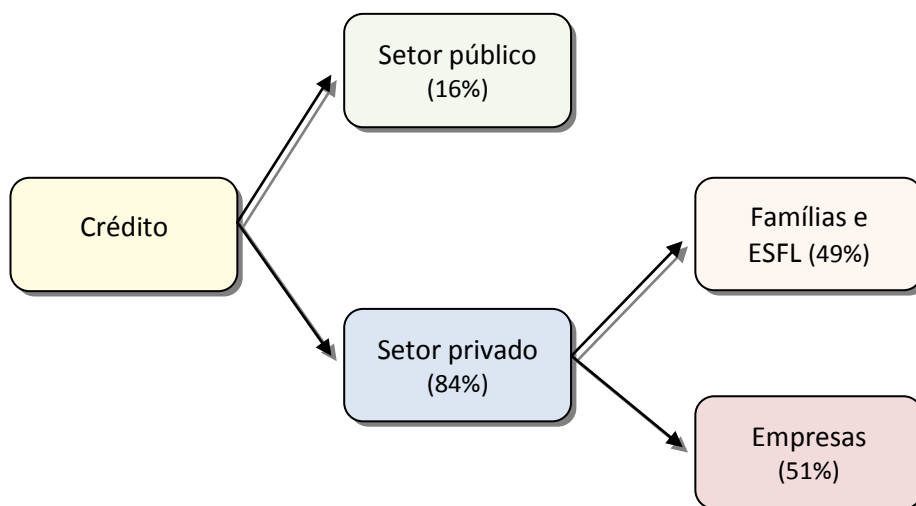
De acordo com os dados estatísticos do BCE, os créditos concedidos ao setor privado¹⁵⁵ correspondem mais de 80% do total dos créditos outorgados nos países da Eurozona (figura 8). Neste cenário, quase 50% do total dos créditos direcionados ao setor privado representam os créditos concedidos às famílias e entidades sem fins lucrativos (ESFL), onde sua evolução, tendo em conta a sua

¹⁵⁴ Também se consideram dentro desta definição os créditos concedidos a pessoas através de cartões de crédito, operações de arrendamento mercantil e outras formas de financiamento.

¹⁵⁵ Crédito ao setor privado é definido como empréstimos às famílias e empresas privadas para realizar operações no setor privado da economia.

magnitude, assume um papel bastante destacado na dinâmica da atividade econômica atual¹⁵⁶.

Figura 8. Composição dos créditos concedidos aos setores (Países da Eurozona)



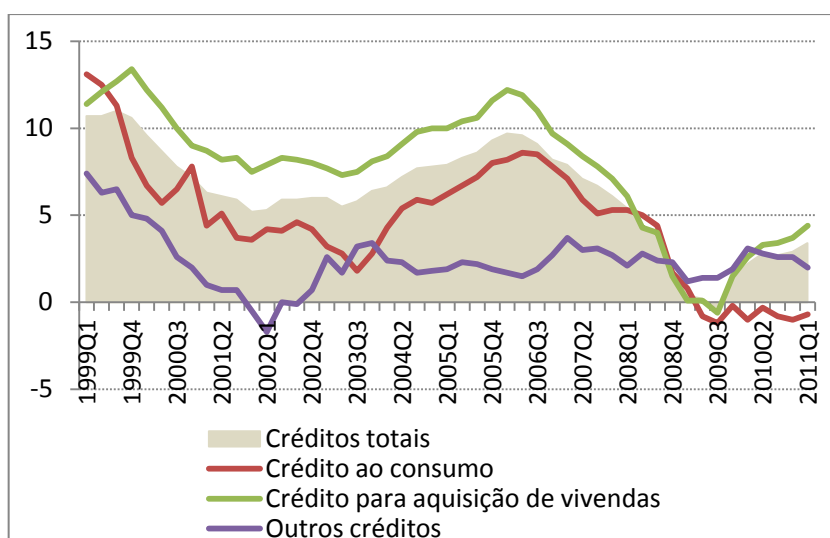
Fonte: Elaboração própria com dados do BCE.

Nota: Dados estatísticos agregados calculados no período 1999-2010 em relação ao valor total das operações de crédito.

Deste modo, a valoração da evolução dos créditos (empréstimos) às famílias e ESFL há adquirido particular relevância desde o início das tensões financeiras. A crise financeira, que teve início em 2007 adquirindo caráter sistêmico após a quebra do Lehman Brothers, provocou fortes flutuações na atividade econômica e nas taxas de juros aplicadas pelas entidades financeiras às linhas de crédito. A intensa desaceleração econômica durante 2008-2009, assim como a recuperação dos últimos trimestres, coincidiu com fortes flutuações da taxa anual de crescimento dos créditos às famílias e ESFL nos países da Eurozona. Mais concretamente, o crescimento anual dos empréstimos totais às famílias e ESFL se reduziu, em termos nominais, desde uma taxa próxima a 10% em 2006, até situar-se em níveis negativos em 2009, antes de voltar a registrar valores positivos apenas em 2010 (gráfico 33).

¹⁵⁶ Consultar o informe mensal do Banco Central Europeu (ECB 2011d, pp.57-72) para uma compreensão mais detalhada.

Gráfico 33. Evolução do crescimento dos empréstimos às famílias e ESFL
Taxa de crescimento trimestral anualizada (%)



Fonte: Elaboração própria com dados do BCE.

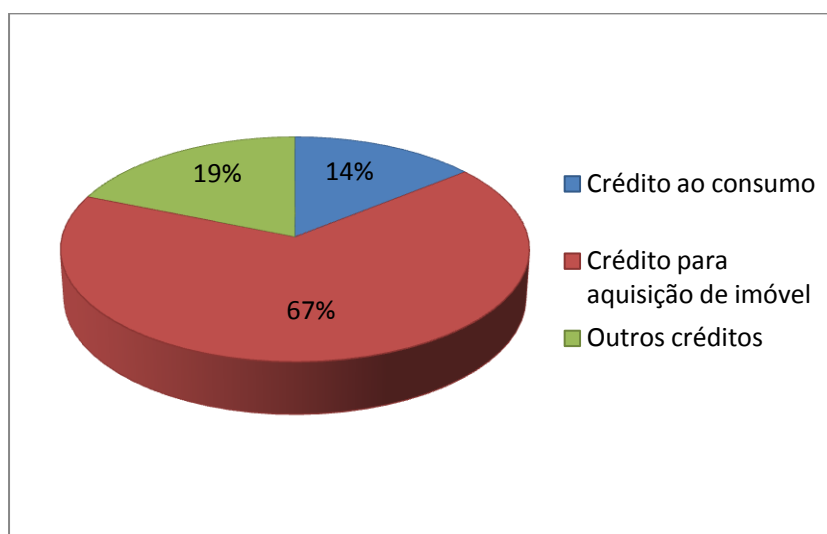
Outro aspecto importante, diz respeito à composição dos empréstimos concedidos às famílias e ESFL nos países da Eurozona. Em termos específicos, os créditos hipotecários representam o componente de maior montante do total do crédito concedido (67%), seguido de outros créditos¹⁵⁷ (19%) e créditos para o consumo¹⁵⁸ (14%) (ver gráfico 34).

Depois de experimentar uma forte caída entre 2007 e meados de 2009, juntamente a uma redução similar dos preços dos ativos imobiliários, o crescimento dos empréstimos hipotecários se há recuperado desde então. No entanto, o crescimento do crédito ao consumo, que registrou uma queda igualmente pronunciada no mesmo período, tem permanecido em níveis negativos, inclusive nos últimos trimestres mais recentes (gráfico 33).

¹⁵⁷ Não existe uma definição explícita para o termo “outros créditos” que representa, em síntese, outros empréstimos. Segundo o BCE, outros créditos referem-se a empréstimos não destinados ao consumo e não reservados para aquisição de vivendas por parte das famílias.

¹⁵⁸ É importante destacar que nem todos os países possuem a mesma classificação qualitativa de créditos ao consumo. Todavia, a classificação foi extraída da base de dados do BCE para uma melhor harmonização quantitativa.

Gráfico 34. Composição dos empréstimos concedidos às famílias e ESFL



Fonte: Elaboração própria com dados do BCE.

Nota: Valor médio calculado para o período 2000-2010.

Algumas razões podem justificar tais tendências divergentes. Primeiro, ainda que haja diferenças notórias entre os países da Eurozona¹⁵⁹, o impacto da crise sobre os empréstimos hipotecários tem sido menos persistente que em outras áreas econômicas. Isto poderia ser justificado pela ausência de mercados hipotecários subprime e pelo fato de que a aquisição de vivenda seja ainda considerada um investimento seguro, quando comparado com outros investimentos de longo prazo (ECB, 2011d). Segundo, a permanência do crescimento do crédito para consumo em níveis negativos se deve, em parte, ao fraco crescimento da renda disponível das famílias¹⁶⁰, a persistência de uns reduzidos níveis de confiança dos consumidores¹⁶¹, a um elevado grau de

¹⁵⁹ Há que ter em conta que estes resultados são de carácter agregado onde não se encontram recolhidas as particularidades económicas individuais de cada país.

¹⁶⁰ O aumento dos impostos sobre a renda associado ao não reajuste dos salários das famílias foram decisivos para o fraco crescimento da renda disponível em boa parte dos países da Eurozona.

¹⁶¹ A confiança dos consumidores é um indicador económico que mede o grau de otimismo que os consumidores sentem sobre o estado geral da economia. Em essência, se a confiança do consumidor é maior, os consumidores realizam mais compras, impulsionando a expansão económica. Por outro lado, se a confiança é menor, os consumidores tendem a poupar mais do que gastam, o que provoca mais retrações na economia.

incerteza¹⁶² e, sobretudo, a forte restrição do crédito ao consumo fornecido pelas entidades financeiras¹⁶³.

No que se refere à maturidade dos empréstimos destinados ao consumo das famílias, observa-se que, grande parte, destina-se às operações financeiras de médio/longo prazo, cujo vencimento é superior a 1 ano. Por sua vez, as operações de crédito mais representativas são aquelas de maturidade mais longa, ou seja, cujo vencimento é superior a 5 anos (tabela 8).

Tabela 8. Composição da maturidade do crédito ao consumo

	Até 1 ano	Entre 1 e 5 anos	Acima de 5 anos
1999-2003	20,8%	35,3%	43,9%
2004-2007	22,7%	35,7%	41,6%
2008-2010	21,8%	30,8%	47,3%
1999-2010	21,8%	34,1%	44,1%

Fonte: Elaboração própria com dados do BCE.

Nota: Valores médios calculados para o período trimestral.

Outro aspecto importante, diz respeito à evolução da composição da maturidade dos empréstimos (tabela 8). Primeiro, verifica-se que a participação média dos créditos de vencimento menor que 1 ano pouco alterou no período, caindo de 22,7% para 21,8%, com a chegada da crise (2008-2010). Segundo, observa-se que, em razão da caída da participação dos empréstimos de médio prazo, a composição dos empréstimos acima de 5 anos aumentou de 41,6% para 47,3% no período da crise. Os resultados sugerem uma tendência das entidades em conceder empréstimos de mais longo prazo, tendo em conta que estas operações são mais seguras do ponto de vista contratual, estando normalmente vinculadas à compra de um bem de consumo duradouro. Portanto, este bem

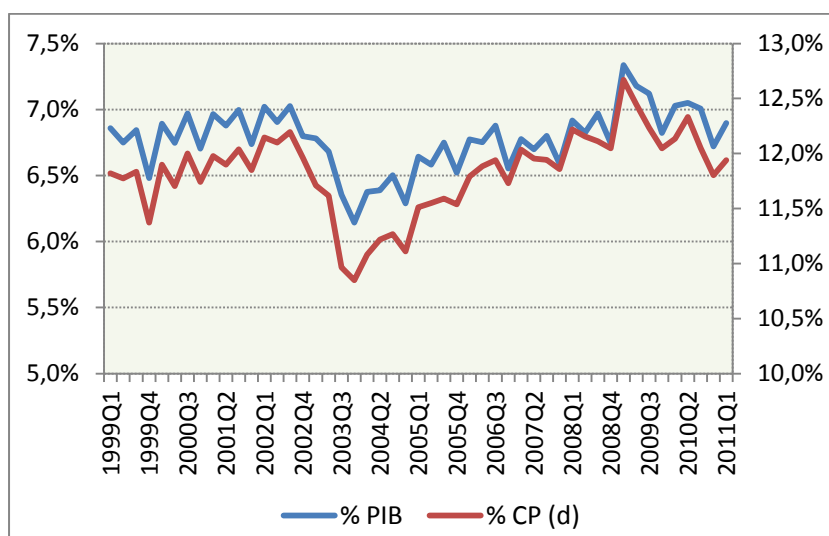
¹⁶² Em parte explicado pelo caráter crescente da taxa de desemprego em alguns países europeus.

¹⁶³ É importante lembrar que a crise conduz a um cenário de desalavancagem onde as instituições são forçadas a reduzir o tamanho do seu balanço, em razão da diminuição dos preços dos ativos, reduzindo o volume de empréstimos para adequar o seu ratio obrigatório de capital. Consultar a seção 4.4 do capítulo 4 para mais detalhes.

adquirido funciona como respaldo a operação financeira, ou seja, como garantia em caso de incumprimento do pagamento.

Em continuação, o gráfico 35 exibe a evolução da participação das ratios de crédito ao consumo sobre o PIB e sobre o consumo privado. Conforme ilustrado, a evolução da curva do crédito sugere desde 2003 uma tendência expansiva até a crise, onde se constata uma reversão de tendência que, posteriormente, demonstra alguma resistência a recuperação¹⁶⁴. Durante a crise, ainda que tenham sido adotadas medidas de apoio ao crédito pelo BCE¹⁶⁵, o grifo no crédito permaneceu bastante intenso dado a dificuldade de liquidez de boa parte das entidades financeiras europeias. Isto associado à fragilidade na demanda do consumo das famílias fez com que a recuperação do crescimento do crédito fosse realizada de forma gradativa nos últimos trimestres.

Gráfico 35. Evolução do crédito ao consumo (%PIB; %CP)



Fonte: Elaboração própria com dados do BCE e Eurostat.

Notas: CP: Consumo privado; (d): escala da direita.

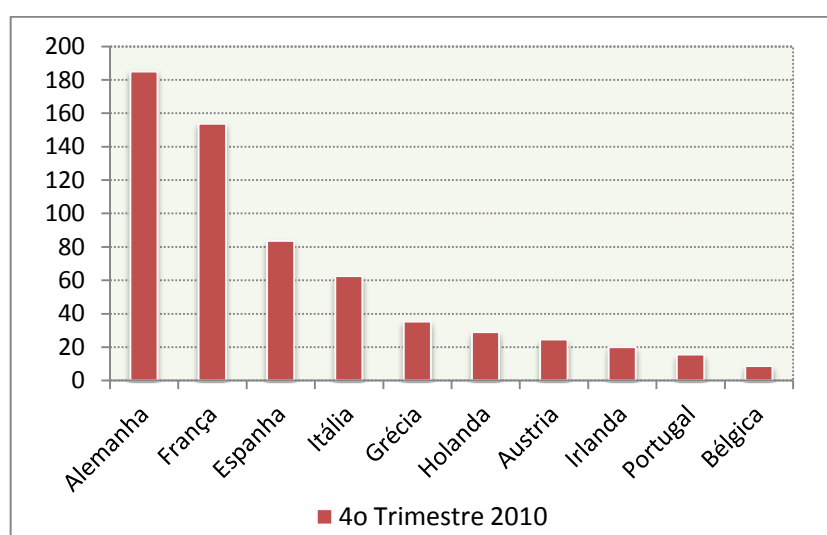
¹⁶⁴ Enquanto a ratio do crédito ao consumo sobre o PIB para a Eurozona chega a crescer quase 20% na etapa expansiva 2003-2008, observa-se uma caída superior a 8% durante 2009-2010.

¹⁶⁵ As medidas não convencionais de apoio ao crédito do BCE foram fundamentais para apoiar o sistema bancário, melhorando a liquidez e contribuindo para reduzir os riscos das entidades financeiras. Ainda que estas medidas não tenham evitado uma redução dos empréstimos ao setor privado, é provável de que esta caída tivesse sido muito maior se tais medidas não tivessem sido adotadas. Consultar detalhes no capítulo 11.

6.4. PANORAMA SOBRE A EVOLUÇÃO DO CRÉDITO NOS PAÍSES DA EUROZONA

Dados estatísticos do BCE revelam que os estoques agregados de crédito ao consumo das famílias e ESFL nos países da Eurozona alcançaram o montante de € 641,7 bilhões no último trimestre de 2010. Do total dos estoques de crédito ao consumo, 96% (€ 617,9 bilhões) referem-se aos estoques consolidados dos dez países selecionados¹⁶⁶, com cerca de três quartos (75,5%) do montante concentrados em apenas quatro grandes mercados: Alemanha (€ 185,0 bilhões), França (€ 153,7 bilhões), Espanha (€ 83,6 bilhões) e Itália (€ 62,5 bilhões). O restante dos demais países totaliza € 133,1 bilhões (gráfico 36).

Gráfico 36. Estoques de crédito ao consumo (€ bilhões)



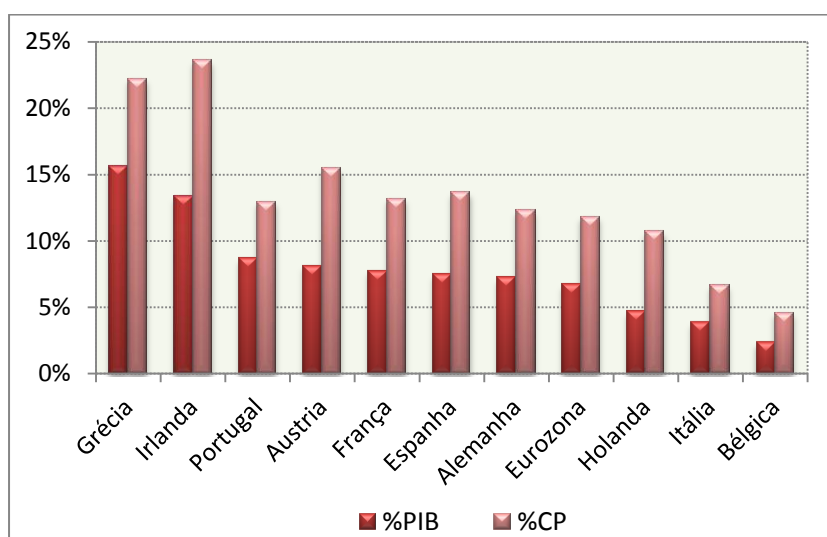
Fonte: Elaboração própria com dados do BCE.

Não obstante os estoques de crédito ao consumo estejam concentrados em quatro países (Alemanha, França, Espanha e Itália), em parte explicados pela dimensão continental de suas economias, as ratios dos estoques de crédito com o PIB e com o consumo privado revelam resultados diferenciados para o último trimestre de 2010 (ver gráfico 37). Ou seja, há um cenário de endividamento (alavancagem) bastante diferenciado entre os países.

¹⁶⁶ Tal evidência reforça ainda mais nosso critério empregado no capítulo 5 para seleção dos dez países da Eurozona.

Mais especificamente, as ratios de crédito sobre o PIB totalizaram 15,6% e 13,3%, em Grécia e Irlanda respectivamente; frente a 3,8% e 2,3% em Itália e Bélgica; e a 6,7% da média da Eurozona. No que se refere à ratio de crédito sobre o consumo os resultados são também bastante assinalados. Igualmente, Irlanda e Grécia se destacam por apresentar ratios de alavancagem elevadas, contrário ao caso de Itália e Bélgica que caminham em direção oposta. Tais resultados podem ser explicados pelas próprias características socioeconômicas de alguns países, tendo em conta que, na etapa expansiva recente, utilizavam o recurso do endividamento para financiar o próprio consumo das famílias, aumentando suas ratios de endividamento ao longo do tempo.

Gráfico 37. Estoques de crédito ao consumo (%PIB; %Consumo Privado)



Fonte: Elaboração própria com dados do BCE e Eurostat.

Notas: Dados do quarto trimestre de 2010; CP: Consumo privado.

Contudo, é importante ter em conta que tais resultados oferecem apenas um cenário estático da composição do crédito ao consumo, ou seja, um retrato do *status* do crédito em um determinado estado no tempo.

Pois bem, se nos centramos na evolução dinâmica do crédito ao consumo, se podem diferenciar três grupos no conjunto de países examinados (veja tabela 9). Em primeiro lugar, os países (Grécia, Irlanda e Espanha) em que a ampliação do crédito foi alta na etapa anterior a crise, com taxas de variação anual superiores a 14%. Em segundo lugar, os países (Itália, Portugal, França e

Holanda) em que o crescimento do crédito foi médio, com taxas de variação entre 4% e 12%. Por último, os países (Bélgica, Áustria e Alemanha) em que o incremento do crédito ao consumo foi baixo, com taxas inferiores a 3%. Em definitiva, os dados de crescimento anual do crédito mostram com clareza um período expansivo (2004-2008¹⁶⁷) e outro recessivo (2009-2011).

Tabela 9. Crescimento anual do crédito ao consumo (%)

Crescimento	Países	2004-2008	2009-2011
Alto	Grécia	24,5	-4,6
	Irlanda	18,5	-9,5
	Espanha	14,2	-7,0
Médio	Itália	12,0	3,8
	Portugal	7,3	2,4
	França	4,7	-0,6
	Holanda	4,0	-0,1
Baixo	Bélgica	2,9	-3,6
	Áustria	1,9	-3,6
	Alemanha	0,8	3,4

Fonte: Elaboração própria com dados do BCE.

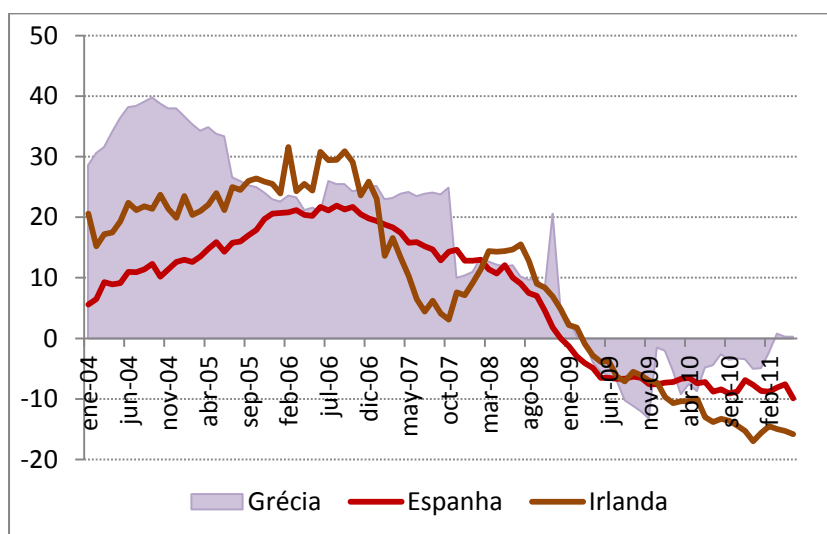
Notas: Valores médios mensais anualizados para o período;
Os dados de 2011 referem-se até o mês de maio inclusive.

Grécia, Irlanda e Espanha apresentaram as maiores taxas de crescimento do crédito no período expansivo. No entanto, são estes países que estão sofrendo as maiores restrições do crédito na atual fase de crise. Estes países utilizavam um modelo de crescimento com base no aumento do consumo¹⁶⁸, que estava, em boa parte, financiado pela própria oferta de crédito. Ou seja, um modelo de crescimento de consumo financiado que com a manifestação da crise perdeu todo o sentido econômico. Por conta da incerteza financeira, associada ao aumento substancial do desemprego, as restrições ao crédito se tornaram bastante acentuadas, permanecendo com taxas de crescimento negativas durante a maior parte do período (gráfico 38).

¹⁶⁷ Consideramos como etapa expansiva o ano de 2008, dado que os efeitos restritivos da crise sobre o canal de crédito ao consumo somente se manifestam a partir de 2009.

¹⁶⁸ Sem não esquecer que a base para o modelo de crescimento atingia os investimentos ao setor imobiliário que eram financiados pelo crédito hipotecário não abordado nesta seção.

Gráfico 38. Evolução do crescimento do crédito ao consumo

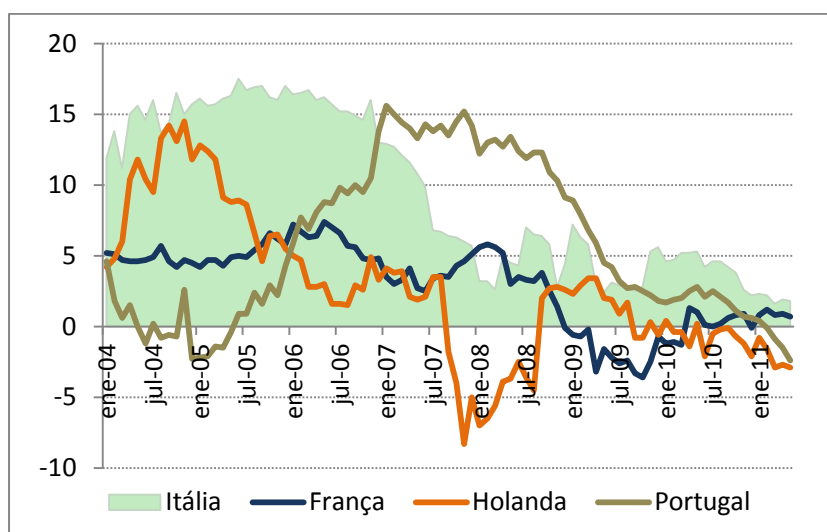


Fonte: Elaboração própria com dados do BCE.

Nota: Taxa de crescimento mensal anualizada (%).

Por outro lado, países como Portugal, França, Holanda, Bélgica e Áustria, donde o crescimento do crédito ao consumo foi baixo ou médio durante a fase expansiva, sofreram algumas restrições durante a crise. Contudo, observa-se que as restrições ao crédito são menos intensas, em comparação aos três países previamente analisados (gráficos 39 e 40).

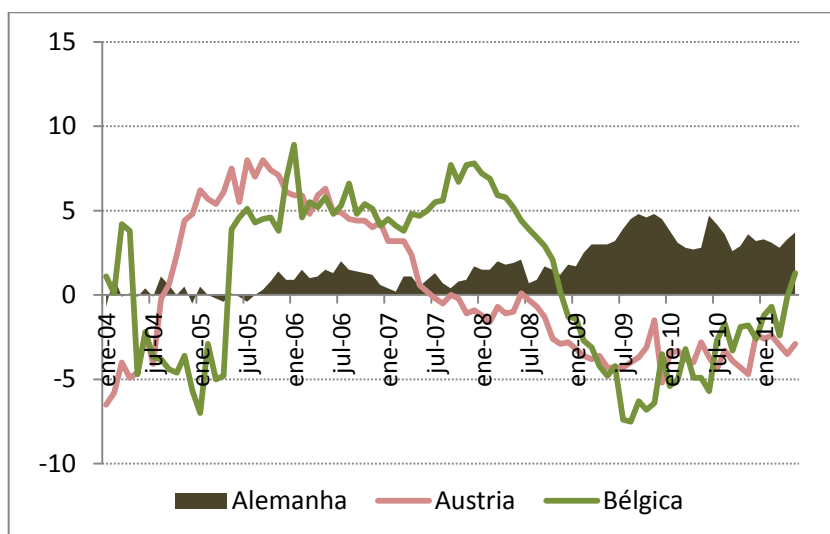
Gráfico 39. Evolução do crescimento do crédito ao consumo



Fonte: Elaboração própria com dados do BCE.

Nota: Taxa de crescimento mensal anualizada (%).

Gráfico 40. Evolução do crescimento do crédito ao consumo



Fonte: Elaboração própria com dados do BCE.

Nota: Taxa de crescimento mensal anualizada (%).

O caso de Itália merece algum comentário, tendo em conta que é um país em que a *ratio* de endividamento do crédito sobre o PIB é bastante baixo, em comparação aos outros países (veja gráfico 37). Ainda que tenha sofrido um crescimento do crédito expressivo durante a fase expansiva, representa um mercado de crédito pouco explorado. A dinâmica do endividamento para a financialização do consumo tem sido pouco utilizada comparada aos outros países. Deste modo, ainda que a crise global tenha restringido o acesso ao crédito, a utilização do recurso do crédito para o consumo representa um fenômeno em expansão, que justificam, em parte, os resultados positivos durante o período de crise.

Por último, ressaltamos o caso de Alemanha, considerando que o crescimento do crédito no período expansivo tenha sido bastante reduzido e na etapa de crise alcançou resultados positivos (gráfico 40). Não obstante que tenha sofrido importantes recuos no PIB, Alemanha é um país que, em comparação aos demais, se recuperou muito rápido da crise, reconquistando seu nível de investimentos e comércio exterior, motor propulsor de seu crescimento econômico. Ademais, a manutenção da taxa de desemprego em níveis equilibrados e baixos durante a crise gerou um ambiente de confiança sobre o

consumo das famílias que, associada às medidas de apoio ao crédito do BCE, garantiu que o canal do crédito fosse rapidamente reativado.

6.5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O impacto da crise global sobre o crescimento do crédito foi bastante significativo que vem ensaiando um forte retrocesso desde então. As dificuldades de liquidez e financiamento de determinadas entidades financeiras impulsionam esta tendência pelo lado da oferta. Por outra parte, as elevadas ratios de endividamento de alguns países, assim como a situação financeira delicada de determinadas famílias, condicionam a evolução frágil da demanda.

Após demonstrar uma forte subida no período anterior à crise, o crescimento do crédito ao consumo tem permanecido em níveis negativos nos últimos trimestres em toda a Eurozona, sinalizando uma tendência recessiva para a concessão do crédito, ainda que tenham sido empregadas medidas de apoio ao crédito pelo BCE.

Grécia, Irlanda e Espanha exibiram as maiores taxas de crescimento do crédito na etapa expansiva a crise. Contudo, foram os países que sofreram as maiores restrições durante a crise, dado que utilizavam um modelo de crescimento de consumo financiado pela própria oferta de crédito. Por outro lado, Alemanha possui um modelo de crescimento do crédito distinto, tendo em conta que não abusou do crédito na fase expansiva e rapidamente se recuperou da crise, gerando um cenário favorável para que o canal do crédito fosse rapidamente reativado.

Os capítulos seguintes se propõem a examinar de forma preliminar o impacto que o efeito riqueza produz sobre o consumo privado dos dez países da Eurozona, tomando como base a evolução comparada dos índices de preços desagregados (capítulo 7), assim como dos níveis de riqueza financeiros e imobiliários estimados (capítulo 8).

Posteriormente, analisamos, desde uma perspectiva econométrica (capítulo 9), o efeito riqueza, controlando também outras variáveis que tratam de capturar outros efeitos (variável renda, variável desemprego), assim como a própria mudança de contexto ligado à atual crise global (variável dummy). Como se acaba de verificar, esta mudança de contexto caracteriza-se por uma importante contração do canal do crédito, especialmente em determinados países (Grécia, Irlanda e Espanha)¹⁶⁹.

¹⁶⁹ Devemos ter em conta que o impacto final sobre a economia real é o resultado de um acúmulo de efeitos que se superpõem ou se reforçam mutuamente.

CAPÍTULO 7

O impacto do efeito riqueza baseado nos índices de preços

*“El precio de las cosas debería
depender de su mérito, jamás de su epíteto”.*

William Shakespeare (1564-1616),
Poeta y actor inglés.

7.1. INTRODUÇÃO

Conforme destacado no quarto capítulo desta segunda parte do trabalho, o efeito riqueza representa, entre outros, um importante meio de transmissão que conecta a esfera financeira e o setor real de uma economia. É um fenômeno ordinário produzido sobre o consumo privado, ante a percepção de maior ou menor riqueza, como consequência da variação positiva ou negativa dos preços dos ativos imobiliários e financeiros.

Diversas argumentações teóricas apontam na existência de uma relação de longo prazo positiva e significativa entre riqueza e consumo privado, principal componente do PIB na maior parte das economias. Considerando que a crise global provocou uma caída expressiva no preço dos ativos, sendo deste modo determinante para a redução da riqueza, propomos neste capítulo comprovar, através de uma análise preliminar de indicadores, o impacto do efeito riqueza sobre o consumo baseado na avaliação dos índices de preços dos ativos que conformam a riqueza. Para tanto, examinamos a evolução dos índices de preços na seção seguinte para, em sequência, realizar uma análise comparada de indicadores e, por último, analisar o grau de relação existente entre a variação dos índices de preços e do consumo para os dez países considerados.

7.2. EVOLUÇÃO DOS ÍNDICES DE PREÇOS DOS ATIVOS

Em um primeiro momento, objetivando comparar a evolução da riqueza desagregada no tocante aos dez países, utilizamos um índice de preços das vivendas (IRV) como *proxy*¹⁷⁰ da riqueza imobiliária e um índice de preços dos ativos mobiliários como proxy da riqueza financeira (IRF)¹⁷¹. A série de dados relativos ao índice IRF procedem da OECD, enquanto os índices IRV foram

¹⁷⁰ Ver, por exemplo, os trabalhos de Ludwig e Slok (2002) e Barata e Pacheco (2003) que utilizam índices de preços como *proxies* do nível de riqueza financeira e imobiliária.

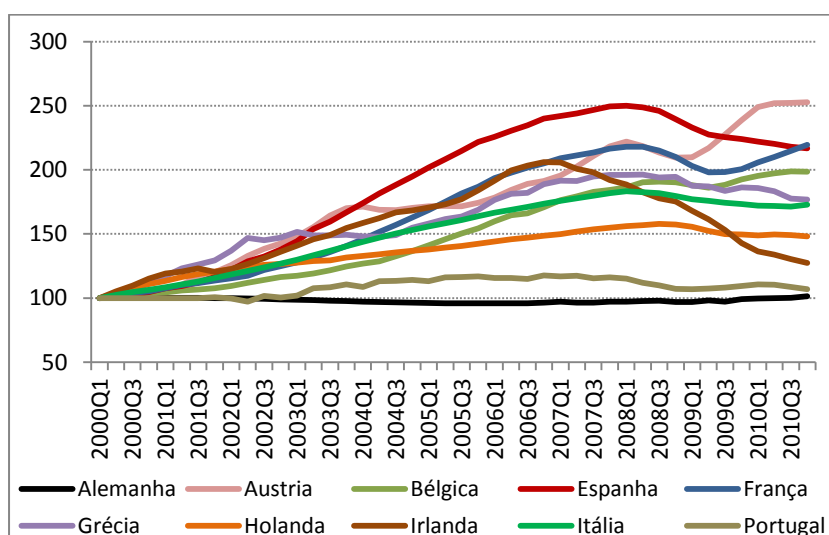
¹⁷¹ O IRV ou *House Price Index* é um indicador que expressa, em termos nominais e reais, a variação do preço médio das vivendas ao longo do tempo. Por sua vez, o IRF ou *Share Price Index* é um indicador financeiro que trata de capturar em que medida os estoques mobiliários variam no tempo. Note-se que, ainda que seja um dos principais componentes, este indicador IRF não representa por completo a riqueza financeira.

obtidos, mutuamente, da OECD (Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Holanda, Irlanda e Itália) e da *Global Property Guide*¹⁷² (Grécia e Portugal)¹⁷³.

7.2.1. Índice de preços das vivendas (IRV)

O gráfico 41, recalculado a partir da fonte de dados original, exhibe a evolução trimestral do índice de preços IRV, para o período 2000-2010, expressos em termos nominais. Por sua parte, o gráfico 42 ilustra a evolução do índice de preços IRV, expressos em termos reais, já descontados os efeitos inflacionários. Os índices de preços, em ambas as ilustrações, foram recalculados a partir dos dados originais da OECD e da Global Property Guide, empregando a base 100 para o primeiro trimestre de 2000¹⁷⁴.

Gráfico 41. Evolução trimestral do índice de preços nominais IRV, 2000-2010



Fonte: Elaboração própria com dados da OECD e Global Property Guide.

Nota: 2000Q1 = 100.

¹⁷² A Global Property Guide é uma empresa destinada aos investidores que almejam comprar imóveis, em outros países. Funciona como um banco de dados de imóveis, fornecendo informações relativas aos preços dos ativos imobiliários ao longo do tempo. Consulte detalhes em: www.globalpropertyguide.com.

¹⁷³ Ressalta-se que a coleta dos índices de preços imobiliários foi realizada a partir de duas fontes distintas (OECD; Global Property Guide), tendo em conta a disponibilidade para os países.

¹⁷⁴ Em face da disponibilidade dos dados, o índice IRV de Portugal, procedente da Global Property, limitou-se ao período entre o terceiro trimestre de 2001 e quarto trimestre de 2010. A base de dados dos demais países engloba a totalidade do período trimestral, ou seja, 2000-2010. Consultar, Anexo III para detalhes adicionais.

Conforme se pode observar, a inclinação da curva do índice IRV nominal durante 2000-2010 sugere um comportamento heterogêneo entre os países. Além disso, constata-se que a inclinação da curva durante 2000-2007 é muito mais elevada do que a inclinação do período subsequente (2008-2010), demonstrando uma etapa bastante expansiva na evolução dos preços imobiliários.

Em comparação a taxa acumulada de crescimento (tabela 10), há países (Irlanda, Grécia, França, Áustria e Espanha) que se destacam por apresentar crescimentos muito mais intensos no índice IRV durante 2000-2007. No entanto, são os países (Grécia, Espanha e Irlanda) mais afetados pela caída dos preços imobiliários durante a fase da crise (2008-2010), com exceção de França e Áustria. A elevação na taxa de paro, associada à incerteza e ao alto grau de endividamento das famílias, combinados com o aperto no crédito hipotecário, contribuiu sobremaneira para a redução na demanda por vivendas, potencializando a caída súbita dos preços em Grécia (-9,8%), Espanha (-13,1%) e, sobretudo Irlanda (-33,6%).

Tabela 10. Taxa acumulada de crescimento do IRV nominal

	2000-2010	2000-2007	2008-2010
Alemanha	1,4%	-2,9%	4,4%
Áustria	152,8%	118,3%	15,8%
Bélgica	98,5%	84,3%	7,7%
Espanha	116,9%	149,4%	-13,1%
França	119,6%	116,6%	1,4%
Grécia	76,8%	96,1%	-9,8%
Holanda	48,0%	54,9%	-4,5%
Irlanda	27,5%	92,0%	-33,6%
Itália	72,9%	81,7%	-4,8%
Portugal	6,9%	15,5%	-8,0%
MÉDIA	72,1%	80,7%	-7,1%

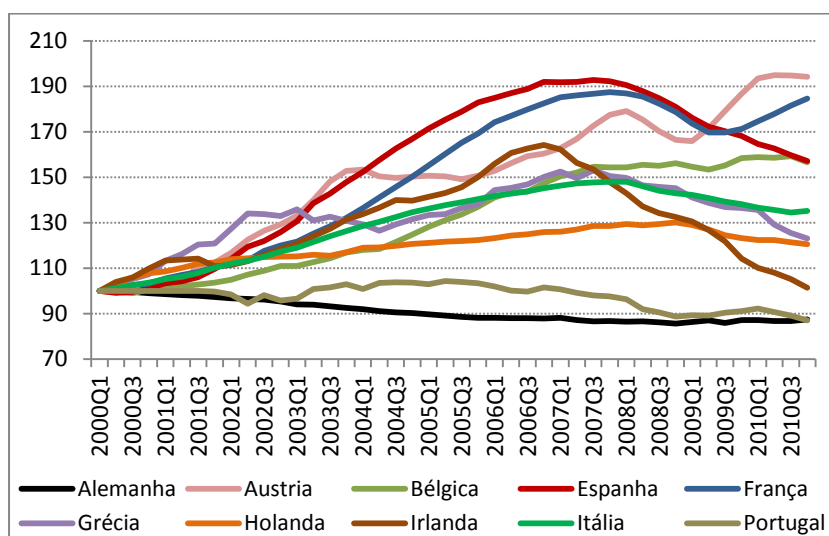
Fonte: Elaboração própria com dados da OECD e Global Property Guide.

Por outro lado, Alemanha, Bélgica e Áustria caminharam em sentido oposto, tendo em conta que não reduziram o índice de preços imobiliários

durante a etapa da crise¹⁷⁵. Efetivamente, uma das razões que poderia justificar, em parte, a não redução dos preços das vivendas, seria a não alteração na taxa de desemprego durante a crise, reduzindo a incerteza e, por consequência, a sustentação da demanda habitacional. Além disso, a redução no crédito hipotecário se produziu de forma muito menos intensa nestes países do que no caso oposto de Grécia, Espanha e Irlanda.

De igual forma, a inclinação da curva do índice IRV, expressa em termos reais, durante 2000-2010 sugere um comportamento distinto entre os países (gráfico 42). Outra vez, a inclinação da curva durante a fase expansiva 2000-2007 é bem mais alta comparativamente a etapa recessiva 2008-2010.

Gráfico 42. Evolução trimestral do índice de preços reais IRV, 2000-2010



Fonte: Elaboração própria com dados da OECD e Global Property Guide.

Nota: 2000Q1 = 100.

Respectivamente a taxa acumulada de crescimento real (tabela 11), Espanha (92,3%) se destaca por exibir um crescimento bastante intenso durante o período 2000-2007. No entanto, é um dos países mais afetados pela caída do índice IRV (-18,2%) durante a crise (2008-2010); similar ao caso específico de Grécia (-18,2%) e Irlanda (-31,5%), países fortemente atingidos pela contração do setor da construção (gráfico 43). De maneira semelhante à evolução dos preços

¹⁷⁵ Ainda que França tenha aumentado o índice IRV (1,4%) no período 2008-2010, o país apresentou uma queda expressiva no índice (-7,4%) durante a fase 2008-2009; ao contrário de Alemanha, Áustria e Bélgica que apresentaram aumentos nos índices IRV em ambas as etapas.

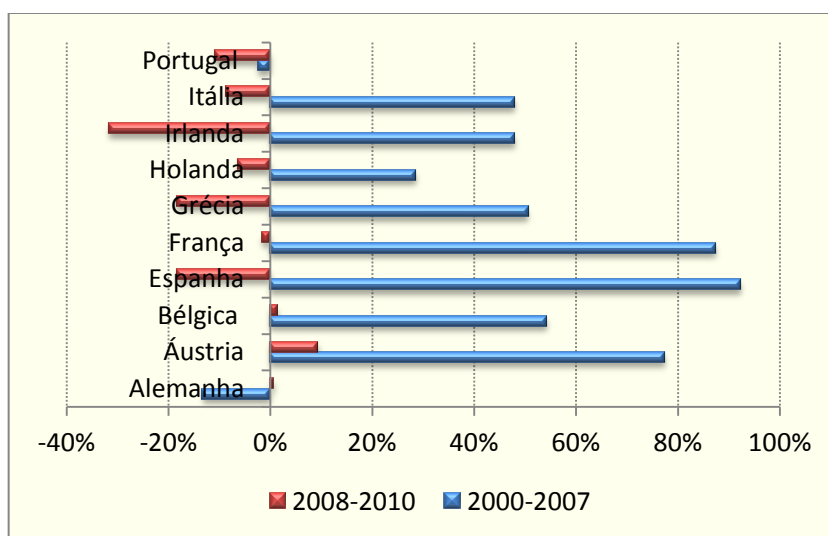
nominais, Alemanha, Bélgica e Áustria foram os únicos que não reduziram o índice IRV durante a crise, por motivos já explicados anteriormente.

Tabela 11. Taxa acumulada de crescimento do IRV real

	2000-2010	2000-2007	2008-2010
Alemanha	-12,6%	-13,2%	0,7%
Áustria	94,2%	77,5%	9,4%
Bélgica	56,6%	54,3%	1,5%
Espanha	57,2%	92,3%	-18,2%
França	84,6%	87,5%	-1,5%
Grécia	23,1%	50,6%	-18,2%
Holanda	20,5%	28,6%	-6,3%
Irlanda	1,4%	48,0%	-31,5%
Itália	35,3%	48,0%	-8,6%
Portugal	-12,9%	-2,3%	-10,8%
MÉDIA	34,7%	47,1%	-8,4%

Fonte: Elaboração própria com dados da OECD e Global Property Guide.

Gráfico 43. Variação do índice de preços reais IRV

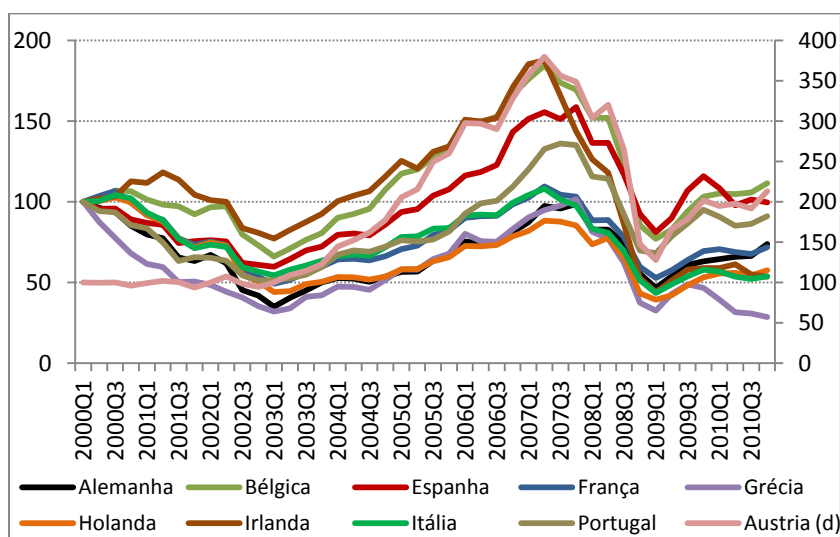


Fonte: Elaboração própria com dados da OECD e Global Property Guide.

7.2.2. Índice de preços dos ativos financeiros (IRF)

O gráfico 44 exibe a evolução dos preços dos ativos financeiros (IRF), recalculado a partir da fonte de dados da OECD, empregando igualmente a base 100 para o primeiro trimestre de 2000. Como se pode constatar, a evolução da curva do índice IRF sugere um comportamento mais homogêneo entre os países, com exceção observada em Áustria que se destaca por apresentar uma maior oscilação neste indicador.

Gráfico 44. Evolução trimestral do índice IRF, 2000-2010



Fonte: Elaboração própria com dados da OECD.

Notas: 2000Q1 = 100; escala da direita (d).

Note-se que o período 2000-2010 é marcado por uma etapa de tendência expansiva (2000-2007) e por outra de característica recessiva (2008-2010). Por sua vez, o período 2000-2007 é caracterizado por um crescimento sólido no indicador, com destaque para Espanha, Bélgica e, sobretudo Áustria. Mais especificamente, a etapa 2000-2007 poderia ser dividida em uma fase recessiva (2000-2002) e outra expansiva (2003-2007). De fato, a crise das empresas de internet e os eventos de 11 de setembro parecem ter contribuído para o débil desempenho do mercado mobiliário global em 2000-2002, repercutindo fortemente na evolução do índice IRF dos países europeus.

Outro aspecto importante diz respeito à taxa acumulada de crescimento do índice IRF (tabela 12). Enquanto o índice cresceu a uma média de 44,3% durante 2000-2007, sua evolução foi basicamente neutralizada durante o período subsequente de crise, reduzindo em média 41,0% durante 2008-2010. A crise global trouxe fraqueza e incerteza aos mercados mobiliários globais, repercutindo negativamente para o desempenho do índice IRF. Além disso, os casos de Itália, Irlanda e, sobretudo Grécia se destacam por exibir uma importante redução do índice durante a etapa recessiva. O quadro de incerteza provocado, em parte, pelo descontrole orçamentário e fiscal dos Governos,

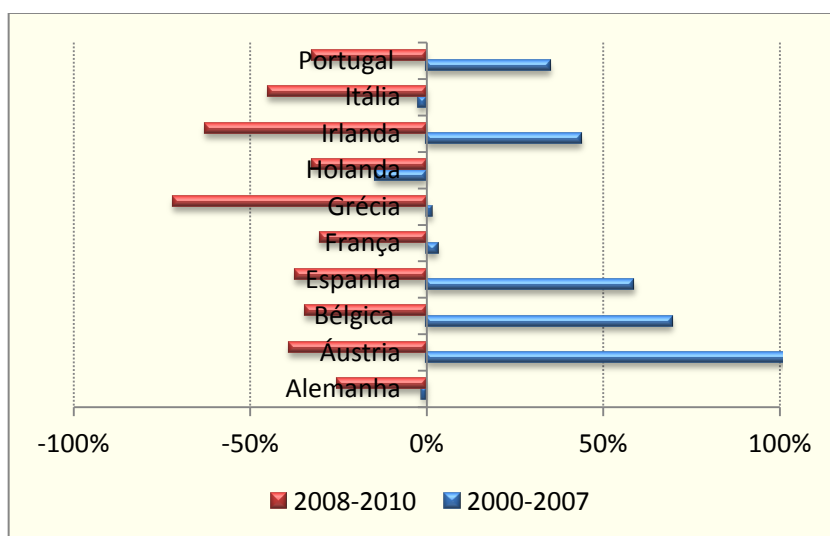
associados a possíveis políticas de resgate, parece ter contribuído fatalmente para o péssimo desempenho do mercado mobiliário no período.

Tabela 12. Taxa acumulada de crescimento do índice IRF

	2000-2010	2000-2007	2008-2010
Alemanha	-26,2%	-1,3%	-25,2%
Áustria	113,3%	248,8%	-38,8%
Bélgica	11,5%	69,5%	-34,3%
Espanha	-0,3%	58,8%	-37,2%
França	-28,1%	3,2%	-30,3%
Grécia	-71,4%	1,6%	-71,9%
Holanda	-42,3%	-14,6%	-32,5%
Irlanda	-46,3%	43,8%	-62,7%
Itália	-46,2%	-2,4%	-44,9%
Portugal	-8,8%	35,1%	-32,5%
MÉDIA	-14,5%	44,3%	-41,0%

Fonte: Elaboração própria com dados da OECD.

Gráfico 45. Variação do índice financeiro IRF



Fonte: Elaboração própria com dados da OECD.

Nota: Variação do IRF de Áustria 249%.

7.3. ANÁLISE COMPARADA DE INDICADORES

Dando continuidade, parece oportuno comparar a evolução dos índices de riqueza (IRV, IRF) com os índices dos componentes do PIB, com vistas a obter uma primeira aproximação do impacto do efeito riqueza na economia dos dez países europeus. Do mesmo modo, os dados do índice IRF procedem da OECD, enquanto os dados do índice IRV foram obtidos da OECD e da Global Property

Guide, estando expressos em termos reais. Por sua vez, os índices dos demais componentes (PIB; Consumo Privado; Investimento), expressos em termos per capita, foram calculados a partir dos dados originais do Eurostat¹⁷⁶. Em toda a série de índices, empregou-se a base 100 para o primeiro trimestre de 2000. Os resultados da análise temporal comparada dos índices de riqueza e dos índices dos demais componentes aparecem ilustrados nos gráficos 46 a 55.

Em todos os dez países, observa-se, em princípio, que a variação dos índices de preços de riqueza financeira (IRF) se dá de forma muito mais aguda e intensa do que a flutuação dos índices de preços imobiliários (IRV) para o período examinado (2000-2010). Deste modo, pode-se afirmar que o índice IRF apresenta muito mais volatilidade do que o índice IRV, sendo mais sensível aos ciclos de expansão e contração econômicos¹⁷⁷.

Além disso, constata-se que em todos os casos a queda do investimento (FBCFpc) é bastante superior a caída do consumo privado (CPpc) durante a etapa de crise (2008-2010). Destarte, pode-se assegurar que o FBCFpc apresenta, desde uma perspectiva estrutural, um comportamento muito mais sensível ao ciclo econômico, em linha com a sequência lógica atrelada ao comportamento das expectativas empresariais.

Por outro lado, merece ser destacado de que existem determinados países (Itália, Holanda, Alemanha e Bélgica) que apresentam um ritmo de crescimento muito mais baixo e estável do consumo (CPpc), durante a etapa expansiva (2000-2007) e o período de crise (2008-2010). Em atenção ao caso de Áustria, Portugal e França, o consumo privado evolui de forma predominantemente estável em ambas as etapas, todavia com um ritmo de crescimento um pouco mais intenso.

Durante a fase expansiva (2000-2007), há outros países (Espanha, Irlanda e Grécia) que exibem um crescimento destacado do consumo, tendo em conta

¹⁷⁶ A metodologia utilizada para o cálculo dos valores per capita e das variações trimestrais para todos os principais componentes do PIB, encontra-se no Anexo III deste trabalho.

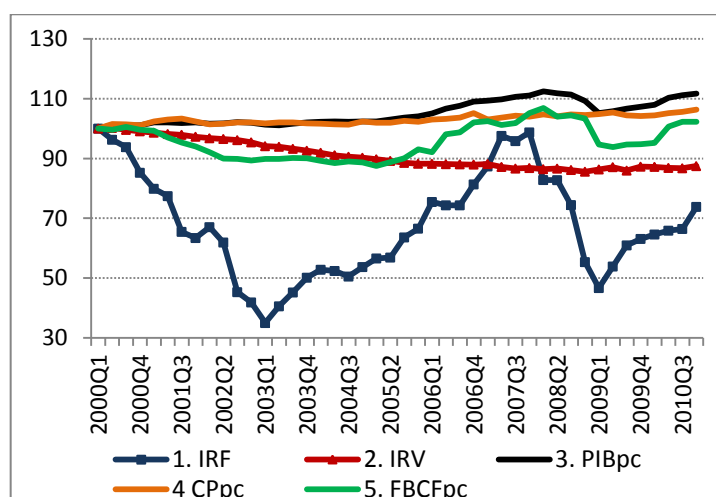
¹⁷⁷ Em linha com a argumentação teórica postulada previamente no capítulo 4, em relação à evolução mais sustentável no tempo da riqueza imobiliária.

que empregavam um modelo de crescimento financiado pela própria oferta de crédito ao consumo¹⁷⁸. No entanto, são os países mais afetados pela caída do consumo durante o período de crise. Diante de um cenário de redução dos preços dos ativos (efeito riqueza negativo), associados à restrição ao crédito e ao aumento da taxa de paro, pode-se entender perfeitamente este fenômeno.

Ou seja, deveria que considerar o possível efeito riqueza, juntamente com o efeito desemprego; que tem, por sua vez, um impacto direto (redução dos ingressos) e indireto (aumento da incerteza, degradação das expectativas empresarias e da confiança dos consumidores) no nível de consumo dos países.

No que se refere ao desempenho do investimento, devemos advertir os possíveis elementos explicativos: primeiro, a redução da compra de imóveis (fator demanda também relacionado com o crédito e o efeito riqueza); segundo, a degradação das expectativas empresariais (caída do consumo, incerteza, etc.). Em última instância, parece existir um “circulo vicioso” considerando que todos estes elementos acima mencionados se retroalimentam e influem uns sobre os outros.

Gráfico 46. Comparativa de índices, Alemanha



Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD.

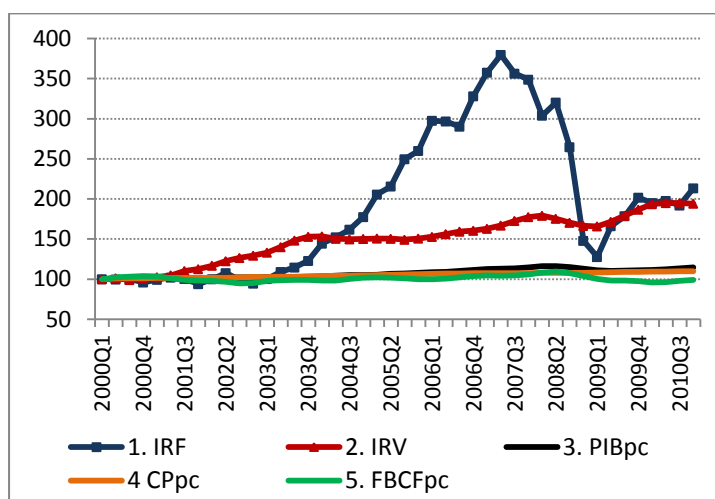
Notas: a) IRF, IRV: índices de preços de riqueza financeira e imobiliário;

b) PIBpc, CPpc, FBCFpc: PIB, consumo privado e investimento per capita;

c) 2000Q1=100.

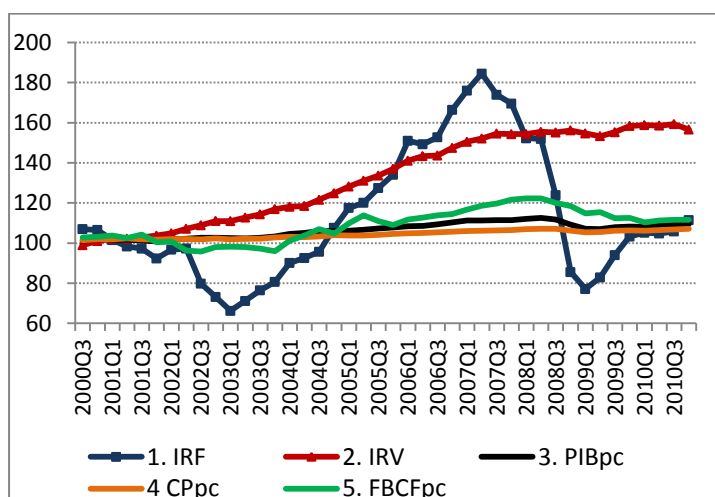
¹⁷⁸ Tal como evidenciado no capítulo 6.

Gráfico 47. Comparativa de índices, Áustria



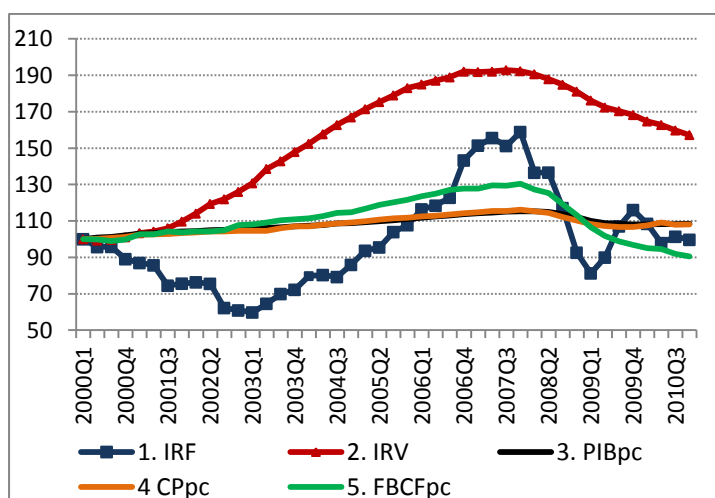
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD. Nota: Ver gráfico 46.

Gráfico 48. Comparativa de índices, Bélgica



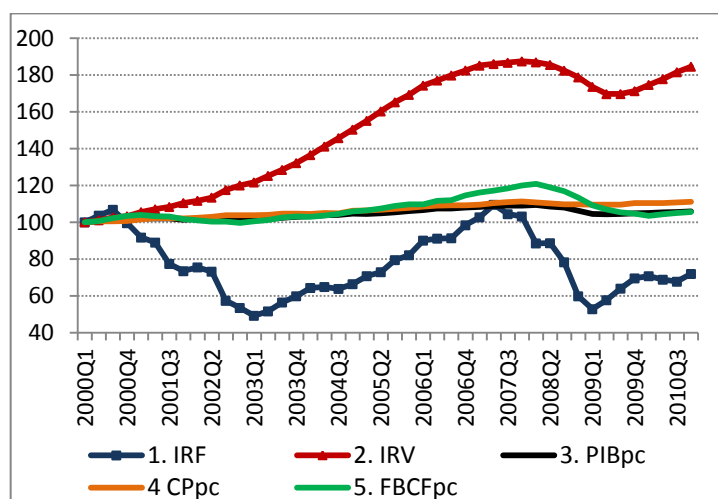
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD. Nota: Ver gráfico 46.

Gráfico 49. Comparativa de índices, Espanha



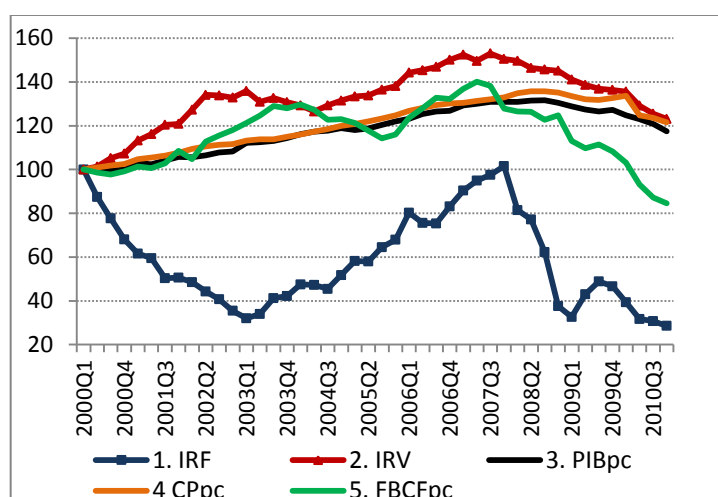
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD. Nota: Ver gráfico 46.

Gráfico 50. Comparativa de índices, França



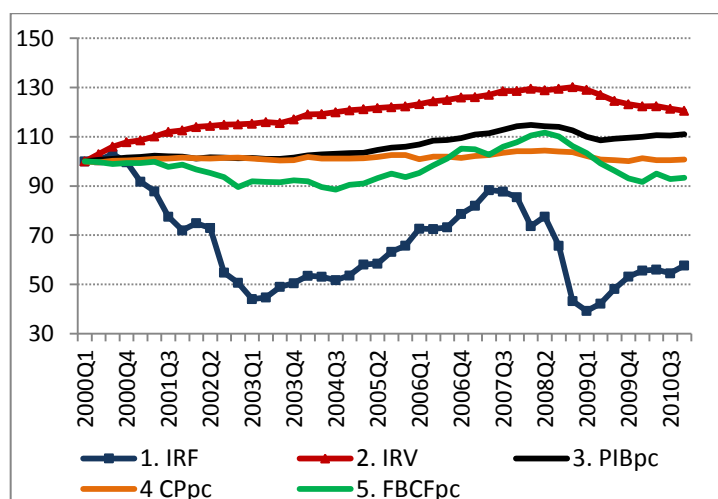
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD. Nota: Ver gráfico 46.

Gráfico 51. Comparativa de índices, Grécia



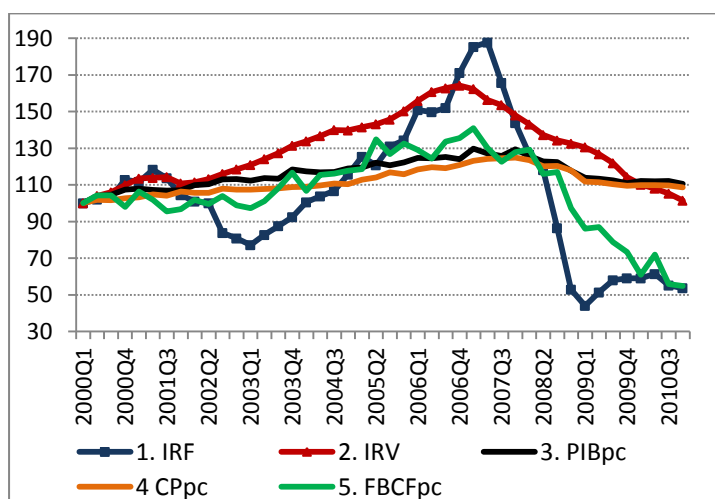
Fonte: Elaboração dados Eurostat e Global Property. Nota: Ver gráfico 46.

Gráfico 52. Comparativa de índices, Holanda



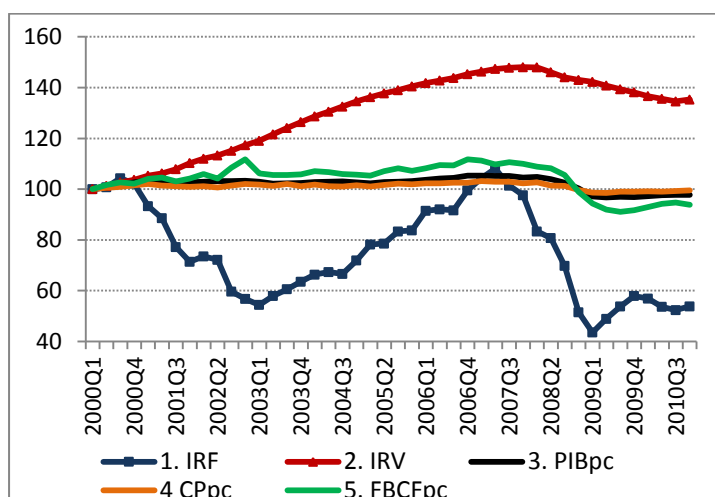
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD. Nota: Ver gráfico 46.

Gráfico 53. Comparativa de índices, Irlanda



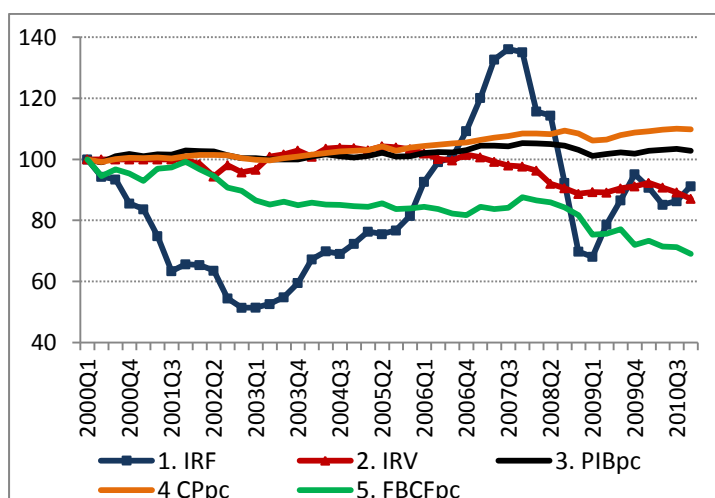
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD. Nota: Ver gráfico 46.

Gráfico 54. Comparativa de índices, Itália



Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD. Nota: Ver gráfico 46.

Gráfico 55. Comparativa de índices, Portugal



Fonte: Elaboração dados Eurostat e Global Property. Nota: Ver gráfico 46.

7.4. UMA PRIMEIRA APROXIMAÇÃO AO IMPACTO DO EFEITO RIQUEZA: ANÁLISE DE CORRELAÇÕES

Uma das questões em que se tem depositado atenção na literatura sobre o efeito riqueza é a distinção entre as suas principais vertentes: a riqueza financeira e imobiliária. Conforme mencionado, diversos enfoques teóricos assinalam que ambos os tipos de riqueza constituem fatores que exercem influência no nível de consumo presente. Eles, por sua vez, os convertem em potenciais canais de transmissão desde a esfera financeira a economia real.

Todavia, não é uma tarefa tão simples determinar a priori que tipo de efeito riqueza (financeiro ou imobiliário) tende a predominar sobre o outro. Pois, desde uma perspectiva teórica e empírica, existem diversas razões que apontam tanto em uma como em outra direção¹⁷⁹. Por este motivo, resulta pertinente recorrer primeiramente à evidência empírica, através da análise da relação entre a variação dos índices de preços - como *proxies* da riqueza - e a variação do consumo privado, que conforme comentado representa o principal componente do PIB. De maneira a existir a eventualidade de algum efeito riqueza, este deveria ser manifestado, em princípio, na existência de uma relação positiva entre a variação do indicador de preços de riqueza e do consumo.

7.4.1. Efeito Riqueza Financeira versus Riqueza Imobiliária

Análise Global

Uma primeira aproximação ao efeito riqueza parece oportuna realizar em nível do conjunto agregado dos países considerados no presente trabalho. Para tanto, se há coletado os dados relativos à variação trimestral do consumo privado per capita e os respectivos índices de preços (IRF, IRV) para o conjunto dos dez países europeus, durante o período 2000-2010¹⁸⁰. As variações

¹⁷⁹ Ver fundamentos no capítulo 4.

¹⁸⁰ Igualmente, a série histórica de dados trimestrais relativos à variação do índice IRF procedem da OECD, enquanto a variação do índice IRV foi obtida reciprocamente da OECD e da Global Property Guide, expressos em termos reais. Por sua vez, a variação trimestral do consumo per capita foi calculada a partir da base de dados originais do Eurostat. Ver metodologia no Anexo III.

trimestrais das variáveis analisadas correspondem a taxas de variação logarítmicas para corrigir prováveis distorções existentes entre os dados.

Devemos advertir, antes de tudo, que os resultados alcançados neste tipo de análise, em que se abordam conjuntamente diversos países, devem ser tomados com certa prudência, considerando a existência de possíveis diferenças institucionais entre os países, relativas tanto a aspectos impositivos como a restrições que possam afetar o crédito e a poupança.

Os gráficos seguintes indicam os resultados alcançados para as correlações entre as variações das variáveis testadas, em nível consolidado agregado. Conforme demonstrado, há uma relação positiva e significativa tanto para o caso do índice IRF (gráfico 56) como para o índice IRV (gráfico 57). Contudo, a relação parece, em princípio, mais consistente para o caso da riqueza imobiliária.

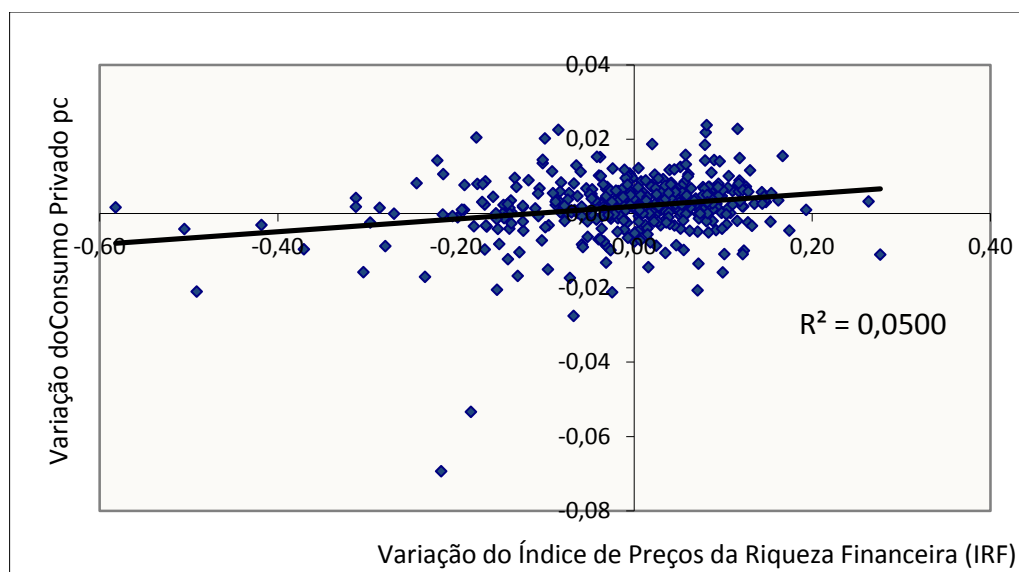
Tais resultados alcançados que se assemelham aos obtidos em outros estudos (Barata e Pacheco, 2003; Case *et.al.*, 2005), mesmo que referidos a âmbitos territoriais distintos, seguem a mesma linha a importância atribuída ao patrimônio imobiliário e a evolução do preço deste tipo de ativo ao longo da última década, como fator propulsor do consumo e, por conseguinte, do crescimento do PIB.

Ainda que não tenha sido assim em todos os países examinados, a expansão do consumo parece associada, em maior medida, à evolução positiva do preço dos ativos imobiliários; sugerindo um lugar secundário o papel da riqueza financeira. Considerando a evolução negativa que afeta, em alguns países, este efeito riqueza de caráter imobiliário parece ter desempenhado um papel decisivo.

Se adicionarmos as limitações impostas ao consumo, procedentes do acelerador financeiro (restrições ou encarecimento do crédito devido à redução de solvência de famílias e empresas) e a processos de desalavancagem, se pode entender a magnitude amplificada do efeito riqueza. A espiral se completa com a

caída dos níveis de emprego, especialmente profunda em alguns países (Espanha, Irlanda e Grécia), que conduz a uma diminuição dos ingressos das famílias, uma degradação das expectativas e da confiança dos consumidores; levando a economia real a um ciclo vicioso de difícil saída.

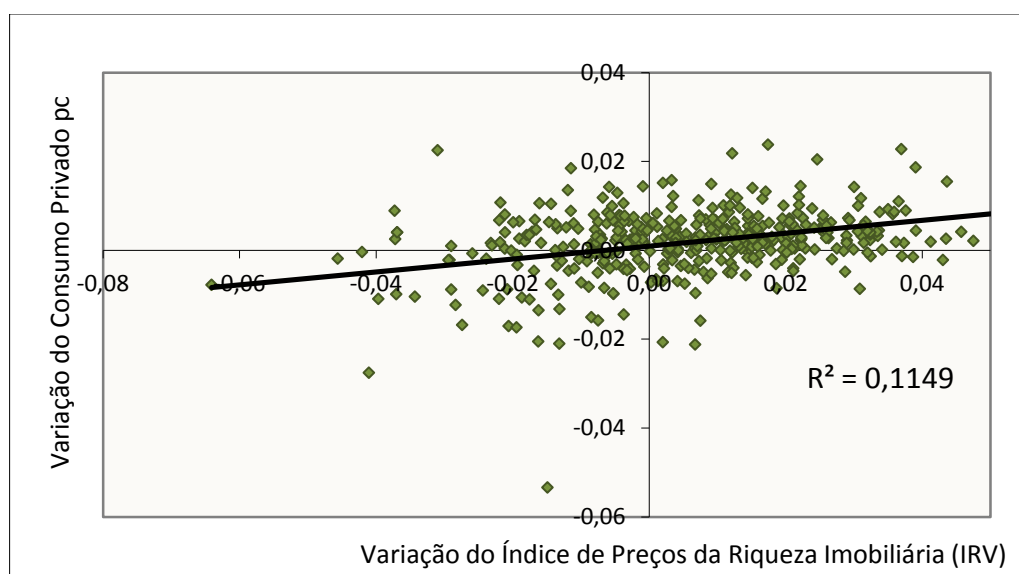
Gráfico 56. Análise agregado trimestral, 2000-2010
Variação do consumo privado per capita vs. índice de preços da riqueza financeira



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat e OECD.

Nota: Taxas de variação logarítmica inter trimestral.

Gráfico 57. Análise agregado trimestral, 2000-2010
Variação do consumo privado per capita vs. índice de preços da riqueza imobiliária real



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat, Global Property Guide e OECD.

Nota: Taxas de variação logarítmica inter trimestral.

Análise diferenciada por países

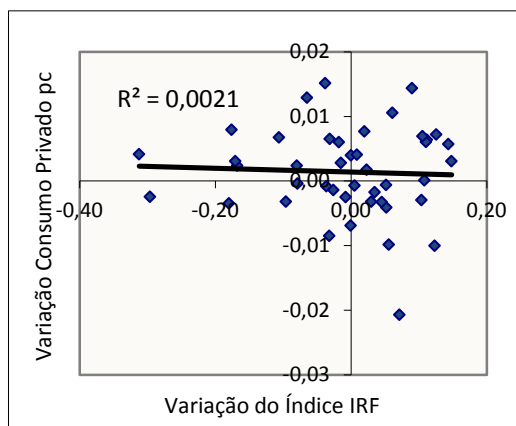
A análise comparativa agregada que se acaba de realizar não deixa de ser resultado de comportamentos internacionais distintos. Neste sentido, e tendo em conta que se estão abordando os países da Eurozona, podem substituir notáveis diferenças relativas a aspectos institucionais, estruturais ou inclusos culturais¹⁸¹. Deste modo, resulta oportuno analisar em nível de cada país, a relação entre a variação do consumo per capita e os índices de preços da riqueza (IRF, IRV), esclarecendo que as variações trimestrais das variáveis correspondem também a taxas de variação logarítmica.

Os resultados são, como se pode observar, heterogêneos com diferenças bastante claras (gráficos 58 a 77). Em princípio, pode-se verificar na maior parte dos países (Alemanha, Bélgica, Espanha, França, Grécia, Holanda, Irlanda, Itália) uma relação positiva entre a variação do consumo e a variação do índice de preços da riqueza imobiliária real; em linha com resultado alcançado para os países em nível consolidado agregado (gráfico 57).

O efeito imobiliário predomina de forma mais destacada em Alemanha, Espanha, França, Grécia e Holanda, enquanto no restante dos países sobressai o efeito financeiro. Não se observam a presença de riqueza financeira em Alemanha e Holanda, sendo quase nula a relação entre a variação do índice IRF e a variação do consumo per capita. Por outro lado, Portugal, não obstante ofereça uma relação um pouco mais consistente para a riqueza financeira, é o único país em que não se verifica a presença de efeito riqueza imobiliário.

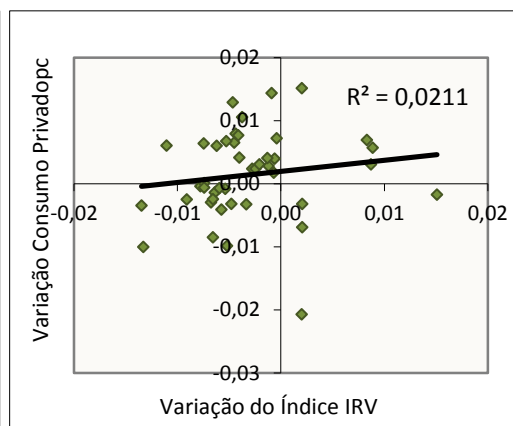
¹⁸¹ Não em vão, sendo todos os países pertencentes à UE e coparticipes de um passado comum, se observam diferenças em diversos aspectos, tais como a percentagem de proprietários de imóveis (elevado em Espanha, Grécia e Irlanda e reduzido em outros, como Alemanha e Áustria).

Gráfico 58. Alemanha CPpc vs. IRF



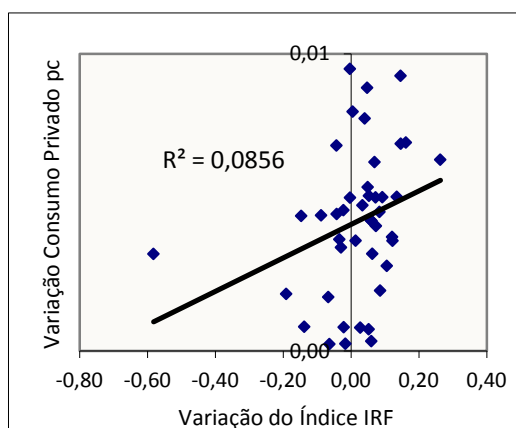
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 59. Alemanha CPpc vs. IRV real



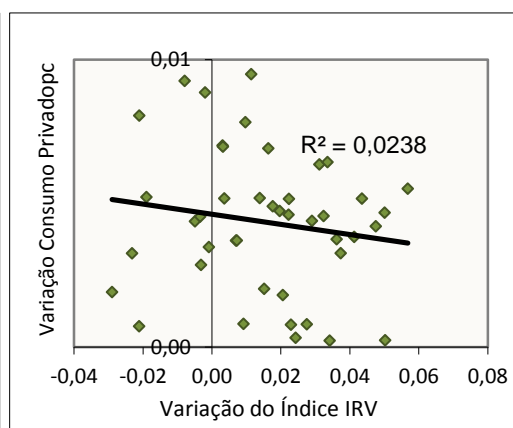
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 60. Áustria CPpc vs. IRF



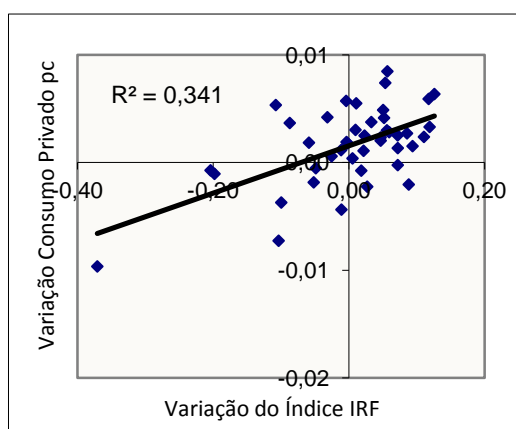
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 61. Áustria CPpc vs. IRV real



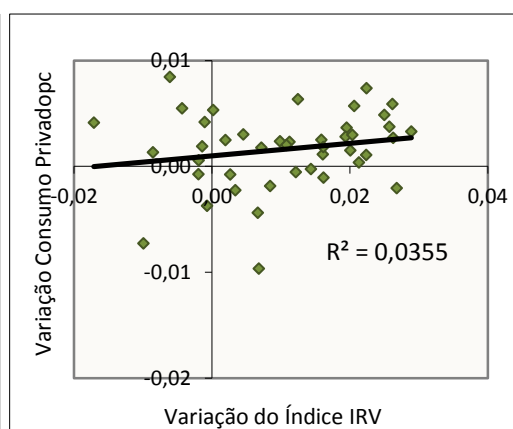
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 62. Bélgica CPpc vs. IRF



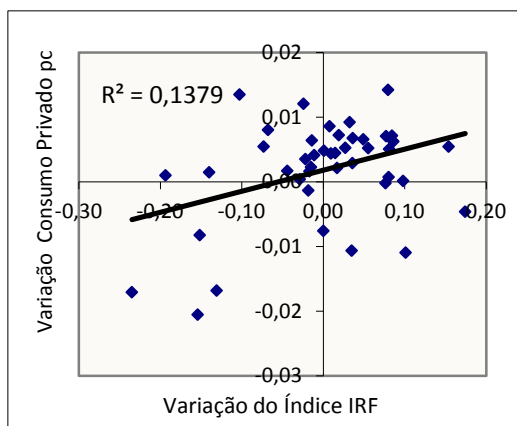
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 63. Bélgica CPpc vs. IRV real



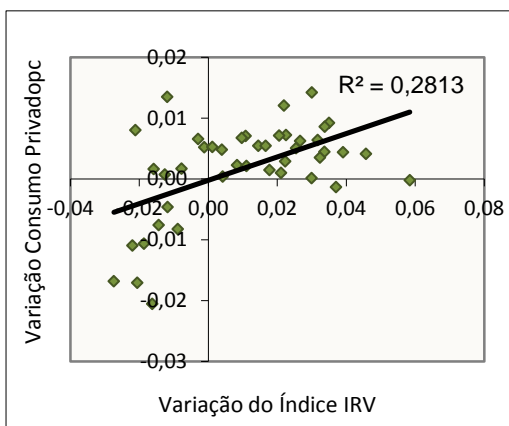
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 64. Espanha CPpc vs. IRF



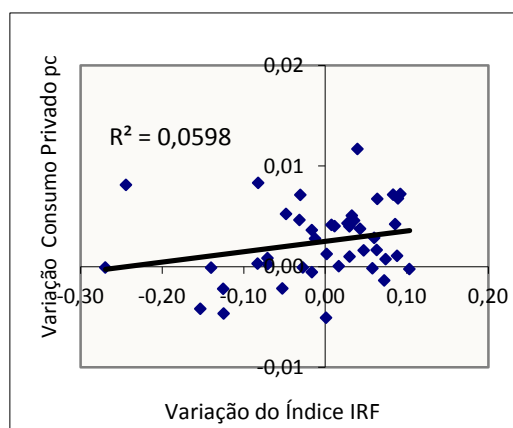
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 65. Espanha CPpc vs. IRV real



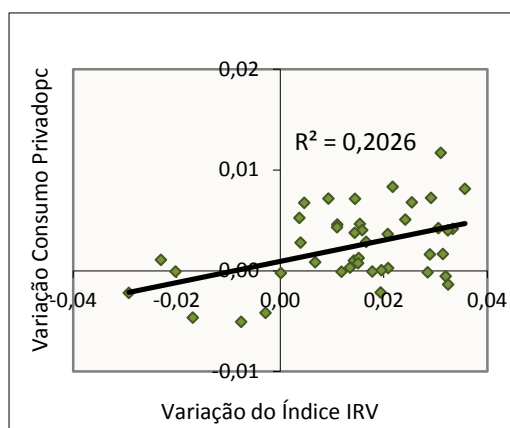
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 66. França CPpc vs. IRF



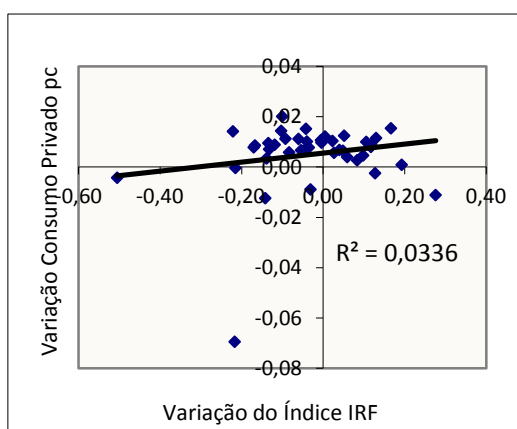
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 67. França CPpc vs. IRV real



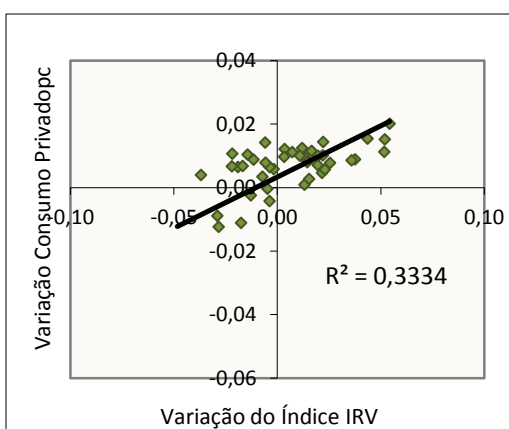
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 68. Grécia CPpc vs. IRF



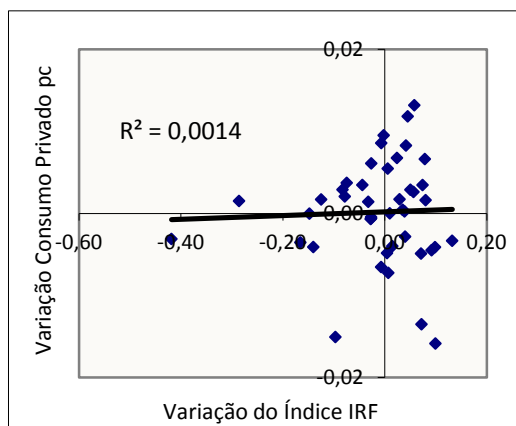
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 69. Grécia CPpc vs. IRV real



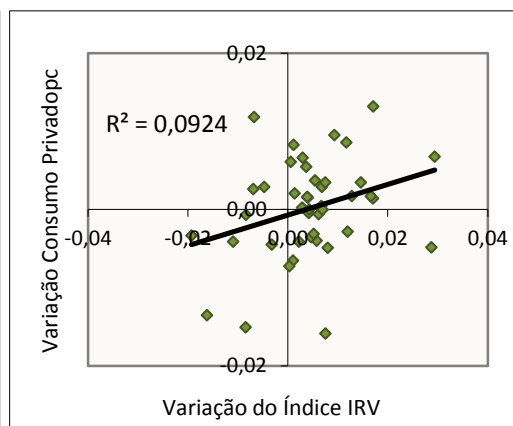
Fonte: Elaboração dados Eurostat e Global Property.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 70. Holanda CPpc vs. IRF



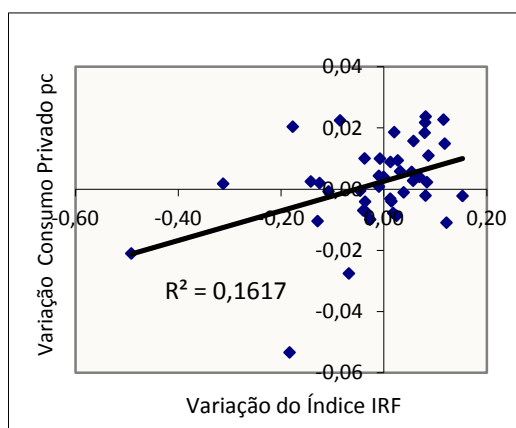
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 71. Holanda CPpc vs. IRV real



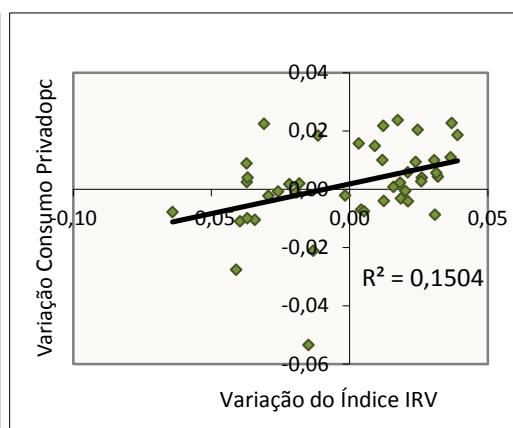
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 72. Irlanda CPpc vs. IRF



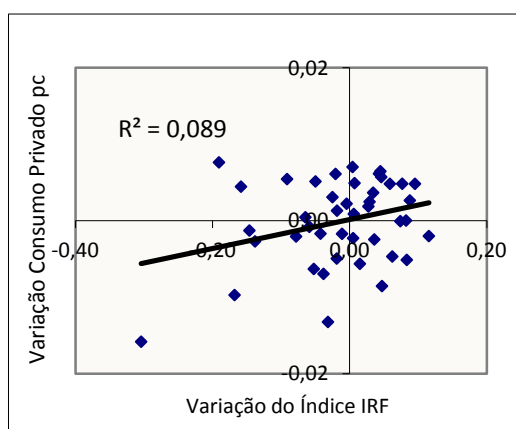
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 73. Irlanda CPpc vs. IRV real



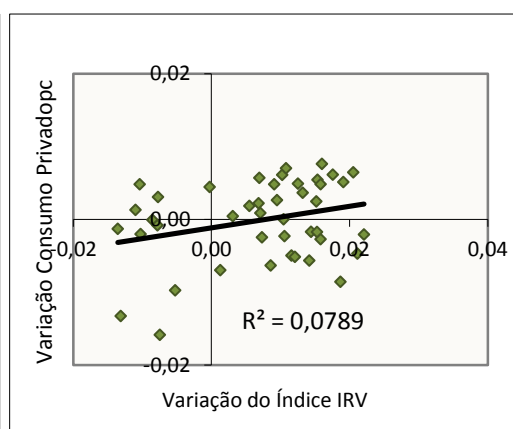
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 74. Itália CPpc vs. IRF



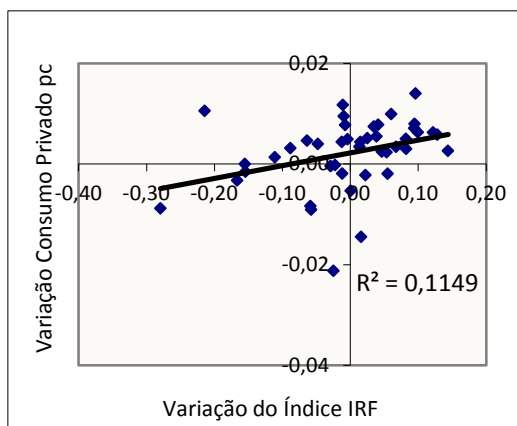
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 75. Itália CPpc vs. IRV real



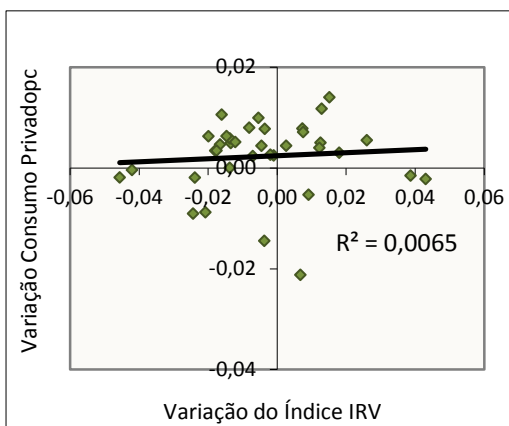
Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 76. Portugal CPpc vs. IRF



Fonte: Elaboração com dados Eurostat e OECD.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 77. Portugal CPpc vs. IRV real



Fonte: Elaboração dados Eurostat e Global Property.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

7.4.2. O fator desemprego como causa e efeito da caída do consumo

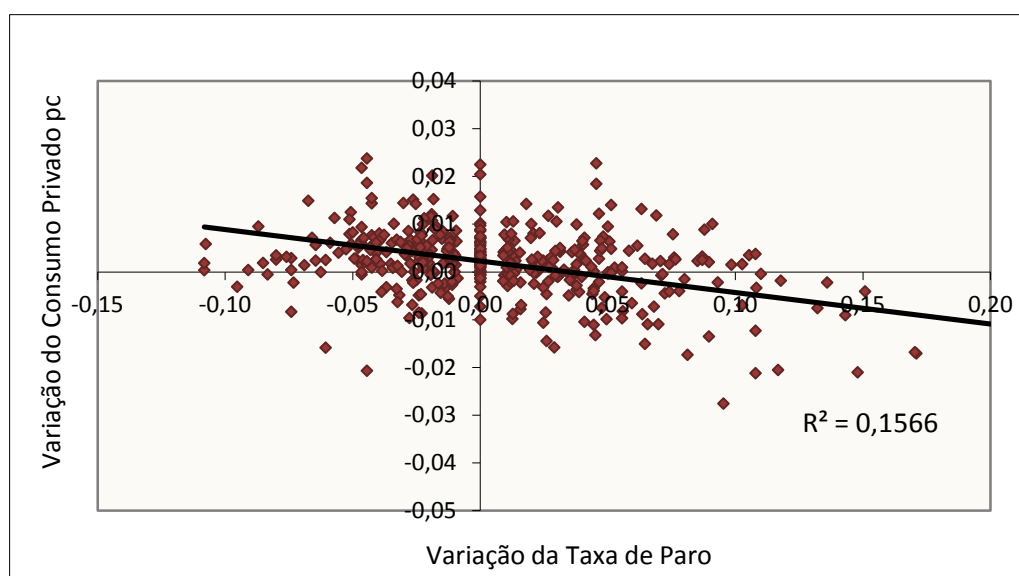
Não cabem dúvidas que outro elemento crucial para compreender o atual processo de crise, pelo seu impacto negativo sobre o consumo e os investimentos, é a taxa de desemprego assim como sua evolução. Isto é certo, especialmente, em países como Espanha, Grécia ou Irlanda; já que outros, como Áustria, Alemanha, Bélgica ou Holanda pouco, ou mesmo, não apresentam este problema nos últimos anos.

Ainda que o aumento da taxa de paro não tenha sido o fator determinante da crise, e sim uma consequência motivada pela caída do consumo e dos investimentos, sua imediata aparição o converte rapidamente em um fator decisivo para uma nova queda do consumo e dos investimentos. Ou seja, o efeito riqueza, junto com o acelerador financeiro ou a desalavancagem, se une posteriormente com o efeito desemprego (sobretudo em países como Espanha Grécia ou Irlanda), que conduz a um menor consumo das famílias por diversas vias: perda ou redução dos ingressos e da solvência, maiores restrições ao crédito, diminuição da confiança, agravamento das expectativas, etc.

Deste modo, nos gráficos seguintes fica evidente esta relação de caráter negativo, entre as variações do consumo per capita e da taxa de desemprego, o qual aponta na direção assinalada. Uma vez mais, os resultados obtidos em nível consolidado agregado demonstram a existência de uma relação inversa entre a

variação do consumo e da taxa de paro; ainda que possa estar reunindo neste tipo de análise comportamentos internacionais diferenciados (gráfico 78). Por este motivo também se inclui, em continuação, a análise da variação do consumo e da taxa de desemprego, individualizada para os dez países examinados (gráficos 79 a 88).

Gráfico 78. Análise agregado trimestral, 2000-2010
Variação do consumo privado per capita vs. taxa de paro



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat.

Nota: Taxas de variação logarítmica inter trimestral.

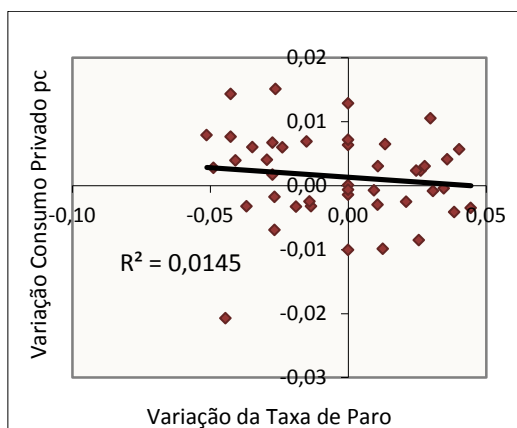
No que diz respeito à análise por países, o efeito desemprego sobre o consumo aparece com clareza para o caso de Irlanda (R quadrado = 32%), Grécia (R quadrado = 37%) e Espanha (R quadrado = 55%). Como estes países vêm apresentando um crescimento bastante expressivo em suas taxas de paro ao longo dos últimos trimestres em razão da crise global, não se deve estranhar seu impacto tão negativo sobre o consumo privado.

Praticamente, não se observa a existência de nenhum efeito desemprego sobre a variação do consumo para Alemanha, Áustria, Bélgica e França, o qual está em consonância com os reduzidos índices de desocupação que ainda caracterizam estas economias em relação à taxa média da Eurozona.

Com relação ao caso de Portugal e Holanda, constata-se apenas uma pequena relação inversa entre a variação do consumo e da taxa de desemprego,

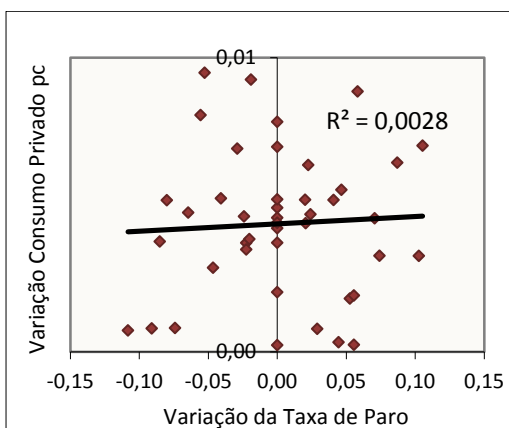
não obstante que o caso de Holanda reflita uma realidade distinta no mercado doméstico laboral¹⁸². Finalmente, para a situação particular de Itália, a relação inversa entre as correlações das variáveis se manifesta com um pouco mais de intensidade.

Gráfico 79. Alemanha CPpc vs. Paro



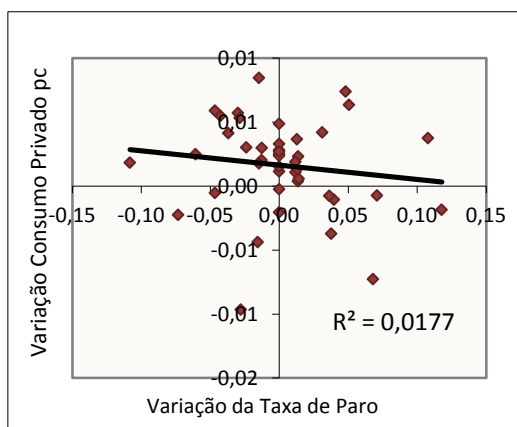
Fonte: Elaboração com dados do Eurostat.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 80. Áustria CPpc VS. Paro



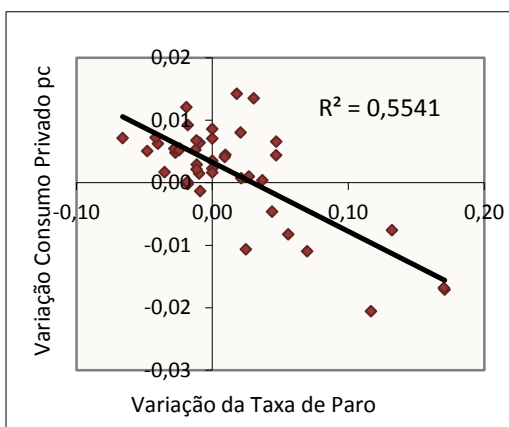
Fonte: Elaboração com dados do Eurostat.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 81. Bélgica CPpc vs. Paro



Fonte: Elaboração com dados do Eurostat.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

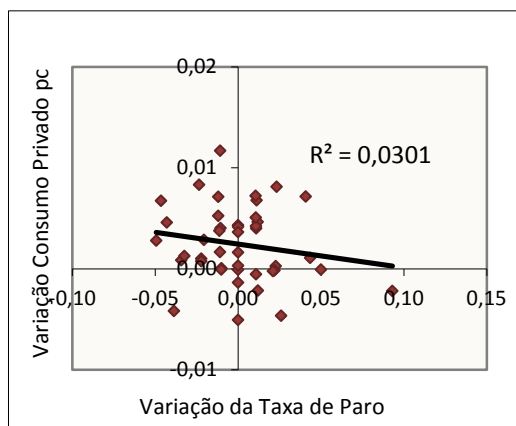
Gráfico 82. Espanha CPpc VS. Paro



Fonte: Elaboração com dados do Eurostat.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

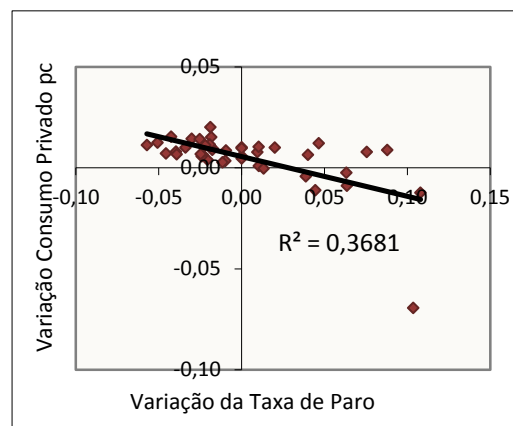
¹⁸² A Holanda apresenta uma taxa de desemprego bastante reduzida, quando comparada à média dos países da Eurozona e da UE. Consultar detalhes no capítulo 5.

Gráfico 83. França CPpc vs. Paro



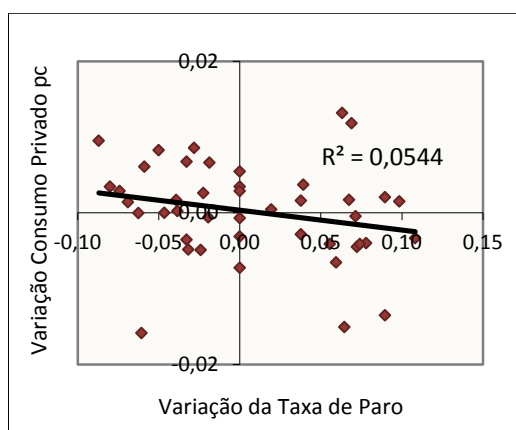
Fonte: Elaboração com dados do Eurostat.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 84. Grécia CPpc VS. Paro



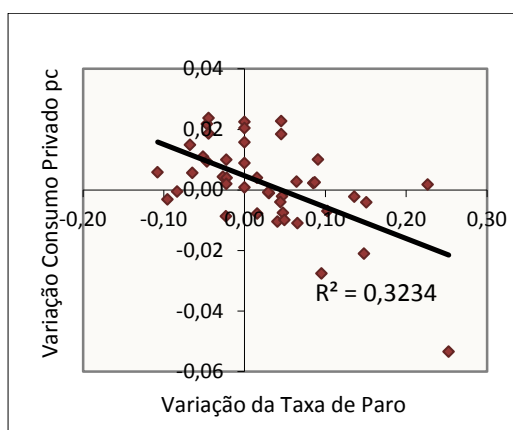
Fonte: Elaboração com dados do Eurostat.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 85. Holanda CPpc vs. Paro



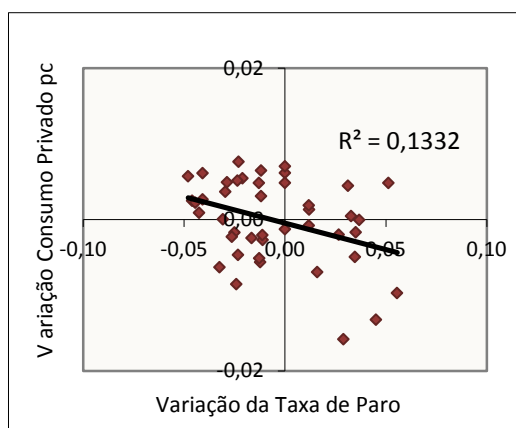
Fonte: Elaboração com dados do Eurostat.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 86. Irlanda CPpc VS. Paro



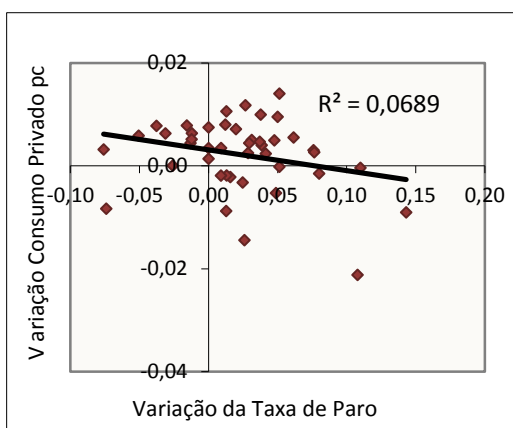
Fonte: Elaboração com dados do Eurostat.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 87. Itália CPpc vs. Paro



Fonte: Elaboração com dados do Eurostat.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Gráfico 88. Portugal CPpc VS. Paro



Fonte: Elaboração com dados do Eurostat.
Nota: Variações trimestrais, 2000-2010.

Com objetivo de obter uma imagem mais nítida do possível impacto da evolução da riqueza assim como do desemprego sobre o consumo, consideramos oportuno realizar uma análise distinguindo em duas fases do ciclo econômico. Neste sentido, a tabela 13 exhibe os coeficientes de correlação entre a variação do consumo per capita e dos índices de preços da riqueza financeira (IRF) e imobiliária (IRV) assim como da taxa de paro (PARO), diferenciando o período expansivo prévio (2000-2007) e a fase de crise (2008-2010).

Conforme ilustrado, o efeito riqueza tende a aumentar ao passar da fase prévia (2000-2007) a etapa de crise (2008-2010). Em nível consolidado global, este comportamento se produz tanto para a riqueza financeira como para a riqueza imobiliária, de onde se observa um predomínio desta última. Em nível diferenciado, este comportamento é significativo para boa parte dos países (Áustria, França, Grécia, Holanda e Itália), em que se verifica um incremento da correlação entre a variação do consumo e dos índices de preços da riqueza ao passar para etapa de crise. No caso específico de Alemanha, Espanha e Portugal se verifica um aumento do nível de correlação apenas para a riqueza imobiliária, enquanto em Bélgica e Irlanda observa-se o oposto.

Tabela 13. Correlações da variação do consumo per capita nas fases do ciclo econômico (2000-2007; 2008-2010)
Taxas de variação logarítmica inter trimestral

	Período 2000-2007			Período 2008-2010		
	IRF	IRV	PARO	IRF	IRV	PARO
GLOBAL	0,08	0,11	-0,17	0,22	0,39	-0,50
Alemanha	-0,02	0,11	-0,11	-0,10	0,23	-0,14
Áustria	0,31	-0,50	-0,15	0,34	0,62	0,61
Bélgica	0,39	0,13	-0,08	0,73	0,09	-0,21
Espanha	0,31	-0,01	-0,09	0,26	0,39	-0,74
França	0,02	0,09	-0,09	0,49	0,50	0,09
Grécia	-0,21	0,49	-0,16	0,05	0,84	-0,62
Holanda	-0,08	0,14	-0,16	0,10	0,20	-0,27
Irlanda	0,20	-0,01	-0,25	0,30	-0,24	-0,56
Itália	-0,04	0,09	-0,24	0,55	0,25	-0,38
Portugal	0,43	-0,02	-0,24	0,23	0,16	-0,35

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat, OECD e Global Property Guide.

No que se refere à correlação da variação do consumo com o desemprego, seu impacto negativo pode se apreciar com clara nitidez, sobretudo na etapa mais recente (2008-2010), tanto em nível agregado global como em nível individualizado, com exceção de Áustria e França que exibem uma relação positiva entre as variáveis. Dentro desta perspectiva, que razões justificam uma mudança tão expressiva no comportamento da intensidade do consumo entre as duas etapas examinadas?

Algumas razões poderiam justificar esta mudança. Por exemplo, na fase expansiva (2000-2007), as condições econômicas eram favoráveis, as expectativas dos agentes positivas, o nível de riqueza, impulsionado pelo crédito farto, mais elevado; como havia mais crédito, este estimulava o consumo financiado e ademais a taxa de desemprego era mais baixa e estável. Já na etapa de crise (2008-2010), houve uma caída nos preços dos ativos, que associados a processos de desalavancagem, fez com que a obtenção de crédito ficasse mais penosa (em parte impulsionada pelo acelerador financeiro); portanto as expectativas dos agentes declinaram, e o fator desemprego acabou de completar a espiral, levando a economia a um círculo recessivo de redução do consumo.

Em continuação, a tabela 14 mostra os coeficientes de correlação entre a variação do consumo per capita e dos índices de preços da riqueza (IRF, IRV) e da taxa de paro para o período 2000-2010. Conforme observado há uma correlação positiva tanto para a riqueza financeira como para a imobiliária em nível global, de onde se verifica uma relação mais consistente para a riqueza imobiliária. Em nível diferenciado, este comportamento é outra vez significativo para quase todos os países, com exceção de Alemanha (riqueza financeira) e Áustria (riqueza imobiliária). Além disso, existe um predomínio da riqueza imobiliária sobre a financeira em cinco (Alemanha, Espanha, França, Grécia e Holanda) dos dez países examinados.

Em definitiva, quanto à correlação da variação do consumo com o desemprego, seu impacto negativo pode se notar com clareza, tanto em nível global como diferenciado por países. No caso particular de Irlanda, Grécia e

Espanha, a relação inversa entre a variação do consumo e do desemprego é muito significativa para o período examinado, o que guarda uma conexão bastante estreita com a alta oscilação da taxa de desemprego nestes países como resultado da crise global.

Tabela 14. Correlações da variação do consumo per capita com índices de riqueza e paro
Taxas de variação logarítmica inter trimestral

	Período 2000-2010		
	IRF	IRV	PARO
GLOBAL	0,22	0,34	-0,40
Alemanha	-0,05	0,15	-0,12
Áustria	0,29	-0,15	0,05
Bélgica	0,58	0,19	-0,13
Espanha	0,37	0,53	-0,74
França	0,24	0,45	-0,17
Grécia	0,19	0,59	-0,63
Holanda	0,04	0,30	-0,23
Irlanda	0,40	0,39	-0,57
Itália	0,30	0,28	-0,37
Portugal	0,34	0,08	-0,26

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat, OECD e Global Property Guide.

O próximo capítulo tem por objetivo examinar o impacto que o efeito riqueza tem sobre o consumo privado dos dez países da Eurozona, baseado na estimação e análise dos níveis (valores) de riqueza financeiros e imobiliários.

CAPÍTULO 8

O impacto do efeito riqueza baseado nos níveis de riqueza

*“La riqueza consiste mucho más en el
disfrute que en la posesión”.*

Aristóteles (384a.C.- 322a.C.),
Filósofo griego.

8.1. INTRODUÇÃO

No capítulo anterior, tratamos de examinar o impacto do efeito riqueza sobre o consumo, utilizando índices de preços (IRF; IRV) como proxies dos níveis de riqueza desagregada, aproximações frequentemente empregadas na literatura (Ludvigson y Steindel, 1999; Davis y Palumbo, 2001; Ludwig e Slok, 2002; Barata e Pacheco, 2003; Dreger e Reimers, 2011).

Em princípio, os resultados da análise por índices de preços demonstram uma correlação positiva para ambas as riquezas, de onde se verifica uma relação mais consistente para o caso da riqueza imobiliária em nível agregado global. Por outro lado, os resultados não são tão conclusivos em nível diferenciado por país, tendo em conta que existe um predomínio da riqueza imobiliária sobre a financeira em apenas cinco dos dez países examinados (veja tabela 14).

Não obstante a técnica de utilização de índices de preços sejam aproximações frequentemente aceitas, tais índices não contemplam integralmente as variações absolutas dos níveis de riqueza, podendo conduzir a resultados inconsistentes em determinados casos. Basta destacar, neste sentido, que se por riqueza entendemos o valor dos ativos, seu preço pode ser um elemento determinante em sua evolução, ainda que não de modo exclusivo¹⁸³.

Por este motivo, propomos no presente capítulo o emprego de uma metodologia alternativa para a estimação dos níveis de riqueza financeira e imobiliária, frente à consideração específica dos índices de preços. Em sequência, analisamos, desde uma perspectiva comparada, a evolução dos níveis de riqueza entre os países. Finalmente, examinamos o grau de relação entre a variação das riquezas calculadas e do consumo com vistas a obter uma melhor aproximação ao impacto do efeito riqueza.

¹⁸³ Influi também, por exemplo, a quantidade destes ativos.

8.2. CONSIDERAÇÕES METODOLÓGICAS PARA A ESTIMAÇÃO DOS NÍVEIS DE RIQUEZA

A metodologia empregada para a reconstrução dos valores da riqueza desagregada parte de um procedimento inspirado em outros trabalhos recentes (Case *et.al.*, 2005; Skudelny, 2009; Slacalek, 2009). Para a estimação da riqueza financeira, partimos dos dados da riqueza consolidada líquida das famílias e instituições sem fins lucrativos procedentes do Eurostat¹⁸⁴. Para o caso da riqueza imobiliária, partimos dos dados provenientes da OECD, Global Property Guide, entre outros para a reconstrução do valor da riqueza.

Deste modo, estimativas sobre o valor da riqueza financeira trimestral per capita (RFpc) foram calculadas a partir do produto da riqueza financeira consolidada líquida das famílias e do PIB trimestral per capita, procedentes da base de dados do Eurostat para o período 2000-2010:

$$(8.1) \quad RF_{pcit} = RF_{it} \times PIB_{pcit} ,$$

Onde: RF_{pcit} = Riqueza financeira per capita para o país i no ano t ;

RF_{it} = Riqueza financeira consolidada líquida das famílias e instituições sem fins lucrativos para o país i no ano t ;

PIB_{pcit} = Produto Interno Bruto per capita para o país i no ano t .

Por outro lado, estimativas do valor da riqueza imobiliária trimestral per capita (RVpc) foram construídas para o período 2000-2010, utilizando a seguinte equação¹⁸⁵:

$$(8.2) \quad RV_{pcit} = IRV_{it} \times P_{it} \times DSp_{cit} \times T_i \times R_i ,$$

Onde: RV_{pcit} = Riqueza imobiliária real per capita para o país i no ano t ;

IRV_{it} = Índice de preços reais das vivendas para o país i no ano t ;

P_{it} = Preço médio por m^2 da habitação para o país i no ano t ;

¹⁸⁴ European sector accounts - Financial accounts balance sheet – Net financial assets. Dados anuais consolidados das famílias e instituições sem fins lucrativos dos países, expressos em percentagem do PIB.

¹⁸⁵ Consultar o Anexo III para detalhes relativos ao procedimento de cálculo do valor da riqueza financeira e imobiliária.

$DSpc_{it}$ = Estoque de residências per capita para o país i no ano t ;

T_i = Tamanho médio da residência para o país i ;

R_i = Taxa de proprietários para o país i .

Os dados do índice de preços reais das vivendas (IRV_{it}) procedem simultaneamente da base de dados da OECD (Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Holanda, Irlanda e Itália) e da Global Property Guide (Grécia e Portugal). O preço médio da habitação (P_{it}) foi coletado da Global Property para um determinado país num ano específico t e sua série reconstruída a partir dos índices de preços reais imobiliários. O estoque de residências ($DSpc_{it}$) foi calculado a partir dos dados do boletim imobiliário publicado pela United Nations¹⁸⁶, sendo sua série reconstruída através de um procedimento de interpolação linear¹⁸⁷. Os dados relativos ao tamanho médio da residência (T_i) foram obtidos a partir Trilha (2001, p.45), assumindo como constante o tamanho médio no tempo. Finalmente, a taxa de proprietários (R_i) foi conseguida a partir de um informe do Banco Central Europeu (ECB, 2009, p.13), assumindo igualmente como constante a taxa de propriedade no tempo.

Nesta linha, o gráfico 89 exhibe a evolução do valor da riqueza financeira per capita ($RFpc$) para o período 2000-2010¹⁸⁸. Por sua vez, o gráfico 90 esclarece a evolução do nível da riqueza imobiliária per capita ($RVpc$) para o período 2000-2010¹⁸⁹.

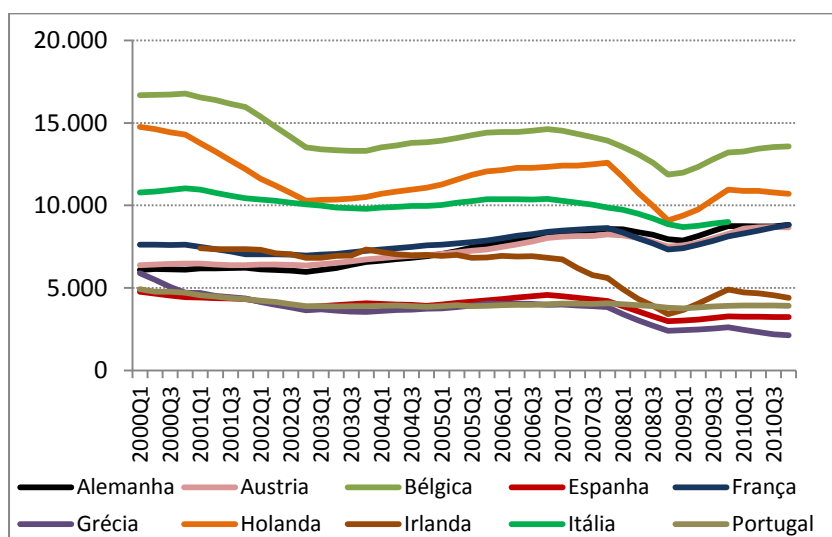
¹⁸⁶ United Nations Bulletin of Housing Statistic for Europe and North America disponível em: <http://www.unece.org/hlm/prgm/hsstat>.

¹⁸⁷ Por falta de disponibilidade de dados, não foi possível calcular o estoque de residências para a Itália.

¹⁸⁸ Disponibilidade de dados para a riqueza financeira per capita: a) Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Grécia, Holanda e Portugal (2000T1-2010T4); b) Itália (2000T1-2009T4); c) Irlanda (2001T1-2010T4). Notas: T1, primeiro trimestre; T2: segundo trimestre; T3: terceiro trimestre; T4: quarto trimestre.

¹⁸⁹ Disponibilidade de dados para a riqueza imobiliária real per capita: a) Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Grécia, Holanda e Irlanda (2000T1-2010T4); b) Portugal (2001T3-2010T4); c) Itália: não disponível.

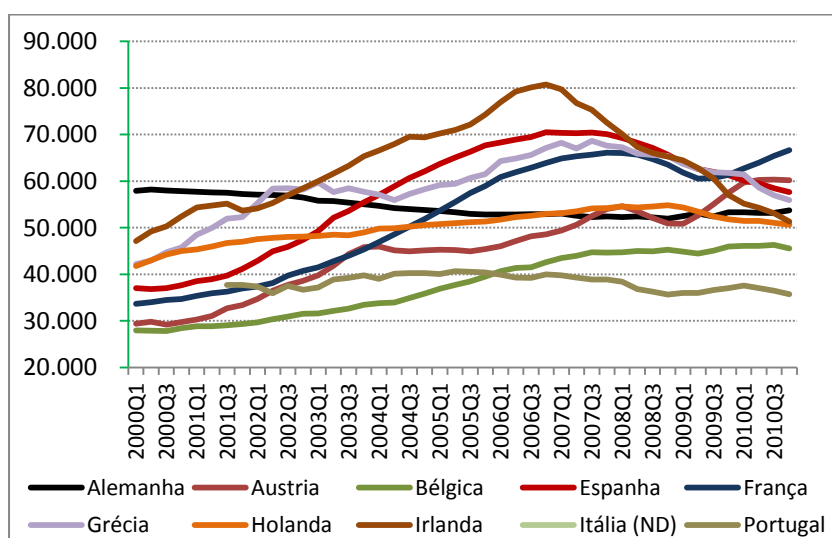
Gráfico 89. Evolução do nível da riqueza financeira per capita, 2000-2010



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat.

Nota: Valores da riqueza em euros.

Gráfico 90. Evolução do nível da riqueza imobiliária per capita, 2000-2010



Fonte: Elaboração própria com dados da OECD, Global Property, United Nations, etc.

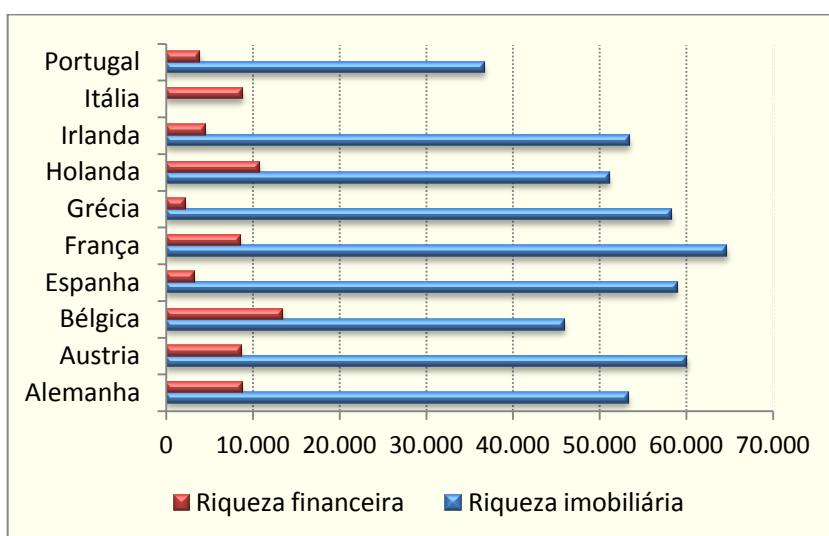
Notas: a) Valores da riqueza em euros; b) ND: Não disponível.

Em geral, observa-se, a partir dos dados calculados para os dez países, que o nível da riqueza imobiliária é bastante superior ao valor da riqueza financeira líquida no período examinado (gráfico 91).

Em termos comparativos, o crescimento da riqueza imobiliária foi superior ao aumento da riqueza financeira na última década, especialmente devido à elevação no preço das vivendas. Além disso, existem países como Espanha, Áustria e França em que o nível de riqueza imobiliária se destaca um

pouco mais, em parte decorrente ao elevado percentual de proprietários (Espanha) como também ao elevado preço médio da habitação construída (Áustria e França)¹⁹⁰.

Gráfico 91. Nível da riqueza financeira e imobiliária per capita
Valores médios em euros para o ano 2010



Fonte: Elaboração com dados do Eurostat; OECD e Global Property Guide.

Notas: a) Os valores da riqueza financeira para Itália referem-se ao ano 2009;

b) Dato não disponível da riqueza imobiliária para Itália.

Poder-se-ia justificar a disparidade entre os níveis de riqueza calculados ao fato do montante da riqueza imobiliária não contemplar a dívida proveniente das hipotecas; importe que certamente geraria uma redução no valor da riqueza imobiliária líquida. Deste modo, esta dívida hipotecária que deveria, em princípio, estar descontada do montante da riqueza imobiliária líquida se translada a riqueza financeira, tendo em conta que o valor líquido calculado exclui as dívidas das famílias, entre as quais as dívidas hipotecárias¹⁹¹. Destarte, por limitações de dados não foi possível separar as dívidas hipotecárias das dívidas totais, em nível individualizado por país.

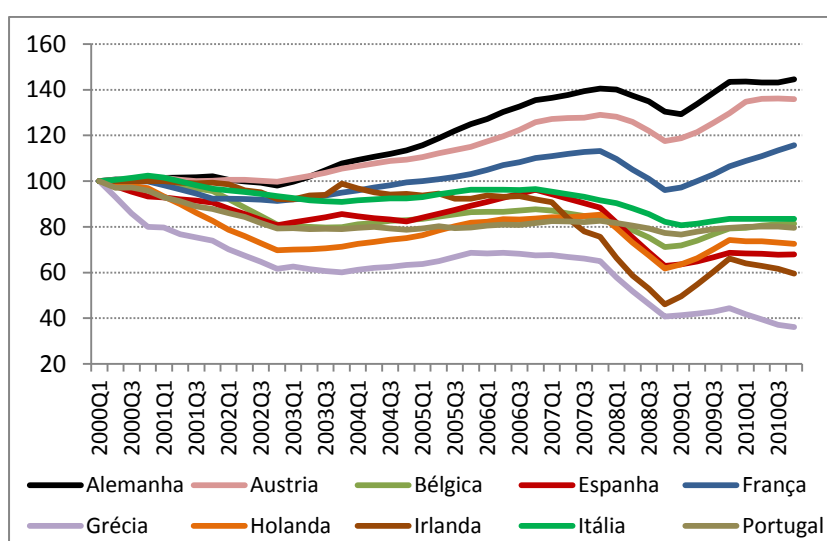
¹⁹⁰ Consultar tabela 40 do Anexo III.

¹⁹¹ Portanto, as dívidas das famílias, entre as quais as hipotecárias, estariam de alguma forma recolhidas dentro do processo de estimação do valor da riqueza financeira.

8.3. EVOLUÇÃO COMPARADA DOS NÍVEIS DE RIQUEZA

Tendo-se calculado o valor da riqueza financeira per capita na seção precedente, reproduzimos o gráfico 92 que exhibe a evolução da curva da riqueza financeira empregando a base 100 para o primeiro trimestre de 2000. Conforme observado, a evolução da RF_{pc} sugere um comportamento heterogêneo entre os dez países examinados.

Gráfico 92. Evolução do valor da riqueza financeira per capita, 2000-2010



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat.

Nota: 2000Q1 = 100.

A etapa de 2000-2007 é caracterizada por um crescimento bastante modesto no nível da riqueza financeira (tabela 15). Contudo, o comportamento de França (13,2%), Áustria (29,1%) e, sobretudo Alemanha (40,5%) é notável, quando comparado a média de crescimento do grupo (-4,5%) e ao fraco desempenho de outros países (Portugal, Irlanda e Grécia). A crise das empresas de tecnologia e os eventos de 11 de setembro parecem ter jogado um papel decisivo para o débil desempenho do mercado mobiliário global, repercutindo negativamente na evolução do valor da riqueza em certos países (gráfico 93). Por sua parte, França (2,2%), Alemanha (2,9%) e Áustria (5,3%) são os únicos países, dentre o conjunto dos dez examinados, que não reduziram o nível da riqueza financeira durante a fase de crise (2008-2010). Contrariamente ao caso particular de Irlanda (-21,3%), Espanha (-23,1%) e, especialmente Grécia (-44,5%), que se

destacam por apresentar uma importante redução no valor da riqueza durante o período tormentoso¹⁹².

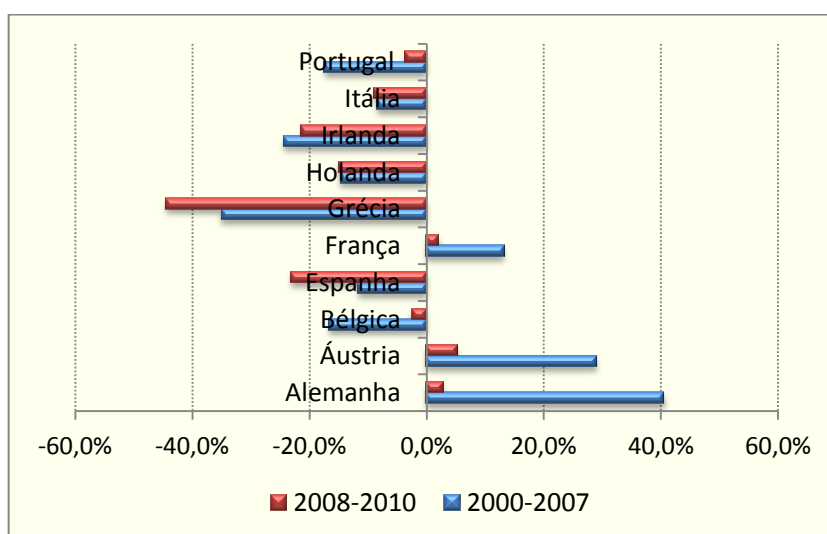
Tabela 15. Taxa acumulada do crescimento da riqueza financeira per capita

	2000-2007	2008-2010	2000-2010
Alemanha	40,5%	2,9%	44,6%
Áustria	29,1%	5,3%	35,9%
Bélgica	-16,5%	-2,5%	-18,6%
Espanha	-11,6%	-23,1%	-32,1%
França	13,2%	2,2%	15,7%
Grécia	-35,0%	-44,5%	-63,9%
Holanda	-14,7%	-15,0%	-27,5%
Irlanda	-24,4%	-21,3%	-40,5%
Itália	-8,4%	-8,9%	-16,5%
Portugal	-17,4%	-3,7%	-20,4%
MÉDIA	-4,5%	-8,2%	-12,3%

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat.

Nota: ND: Não disponível.

Gráfico 93. Variação do nível da riqueza financeira per capita

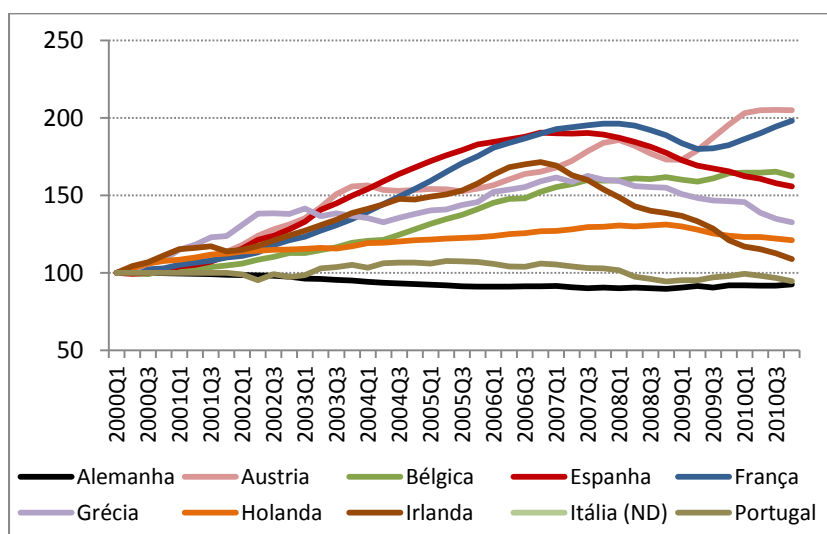


Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat.

No que diz respeito ao desempenho da riqueza imobiliária real, o gráfico 94 exibe a evolução do valor da riqueza para o período 2000-2010, expresso em termos reais, descontado os efeitos inflacionários.

¹⁹² Seguramente, esta expressiva redução no valor da riqueza financeira de Irlanda, Espanha e Grécia afetarão de alguma maneira o nível de consumo das famílias durante a fase de crise.

Gráfico 94. Evolução do valor da riqueza imobiliária real per capita, 2000-2010



Fonte: Elaboração própria com dados da OECD e Global Property Guide.

Notas: a) 2000Q1 = 100; b) ND: Dado não disponível.

A etapa de 2000-2007 é caracterizada por crescimentos bastante intensos (tabela 16), especialmente para o caso específico de Áustria (83,8%), Espanha (89,3%) e França (96,4%). Deve-se ter em conta que, durante a fase de crise (2008-2010), a caída do valor da riqueza imobiliária é bastante significativa em Grécia (-17,2%), Espanha (-17,7%) e Irlanda (-29,2%); países que foram fortemente atingidos pelo colapso do setor de construção (gráfico 95). A elevada taxa de paro, associada ao alto nível de endividamento das famílias parece ter contribuído definitivamente para a redução da demanda imobiliária, potencializando a caída intensa nos preços das vivendas nestes três países.

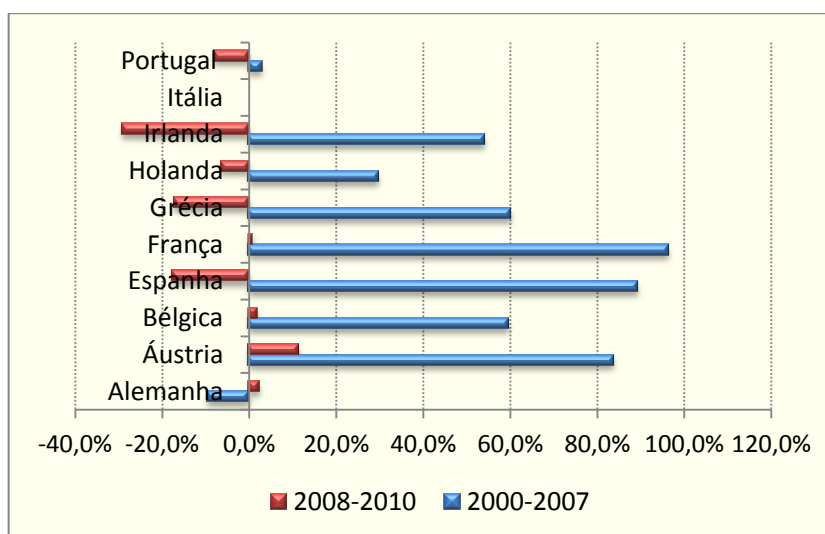
Tabela 16. Taxa acumulada do crescimento da riqueza imobiliária real per capita

	2000-2007	2008-2010	2000-2010
Alemanha	-9,5%	2,4%	-7,3%
Áustria	83,8%	11,5%	104,9%
Bélgica	59,6%	1,9%	62,7%
Espanha	89,3%	-17,7%	55,7%
França	96,4%	0,9%	98,2%
Grécia	60,1%	-17,2%	32,6%
Holanda	29,7%	-6,6%	21,2%
Irlanda	54,0%	-29,2%	9,0%
Itália	ND	ND	ND
Portugal	2,9%	-8,1%	-5,4%
MÉDIA	51,8%	-6,9%	41,3%

Fonte: Elaboração própria com dados da OECD e Global Property Guide.

Nota: ND: Não disponível.

Gráfico 95. Variação do nível da riqueza imobiliária real per capita



Fonte: Elaboração própria com dados da OECD e Global Property Guide.

Nota: Dado não disponível para Itália.

Por outro lado, Bélgica (1,9%), Alemanha (2,4%) e, sobretudo Áustria (11,5%) se destacam por não apresentar uma redução no valor da riqueza imobiliária durante a fase de crise (tabela 16; gráfico 95). Uma das razões que, efetivamente, poderia justificar, em parte, a não redução do preço da vivenda, seria a não alteração na taxa de paro durante a crise, reduzindo a incerteza e, em consequência, mantendo a demanda imobiliária nestes três países. Além disso, o crédito hipotecário, outro fator determinante para o comportamento dos preços dos ativos imobiliários, se reduziu de maneira muito menos intensa em Bélgica, Alemanha e Áustria do que no caso oposto de Grécia, Espanha e Irlanda.

8.4. UMA APROXIMAÇÃO AO IMPACTO DO EFEITO RIQUEZA: ANÁLISE DE CORRELAÇÕES

Uma vez estimado o valor da riqueza financeira e imobiliária, parece oportuno examinar agora a correlação existente entre a variação das riquezas e do consumo privado per capita, com vistas a obter uma melhor aproximação ao impacto do efeito riqueza, em nível consolidado.

Neste sentido, coletamos os dados relativos à variação trimestral do consumo privado per capita (CPpc) e as variações dos níveis de riqueza per capita

financeiro (RFpc), imobiliário (RVpc) e total¹⁹³ (RTpc) para os dez países europeus. As variações trimestrais correspondem a taxas de variação logarítmicas. Os valores relativos à variação do nível da RFpc¹⁹⁴ foram estimados com dados do Eurostat, enquanto a série relativa à variação da RVpc¹⁹⁵ e RTpc¹⁹⁶ foi calculada com dados procedentes de fontes estatísticas diversas (Eurostat, OECD, Global Property Guide, entre outros). Por sua vez, a variação do CPpc¹⁹⁷ foi obtida a partir dos dados de consumo do Eurostat.

Os gráficos a seguir apresentam os resultados para as correlações existentes entre as variações das riquezas (imobiliária, financeira e total) e a variação do consumo privado em nível consolidado agregado. Conforme observado há uma relação positiva e significativa entre a variação da riqueza imobiliária e do consumo para os dez países (gráfico 96). Contudo, a relação é bastante mais reduzida para o caso da riqueza financeira (gráfico 97). No que se refere à variação da riqueza total com o consumo, o resultado se aproxima ao alcançado com a riqueza imobiliária, indicando uma relação positiva e significativa entre as variáveis examinadas (gráfico 98).

¹⁹³ Considera-se o valor da riqueza total per capita (RTpc) como a soma do nível da riqueza financeira (RFpc) e imobiliária (RVpc) per capita.

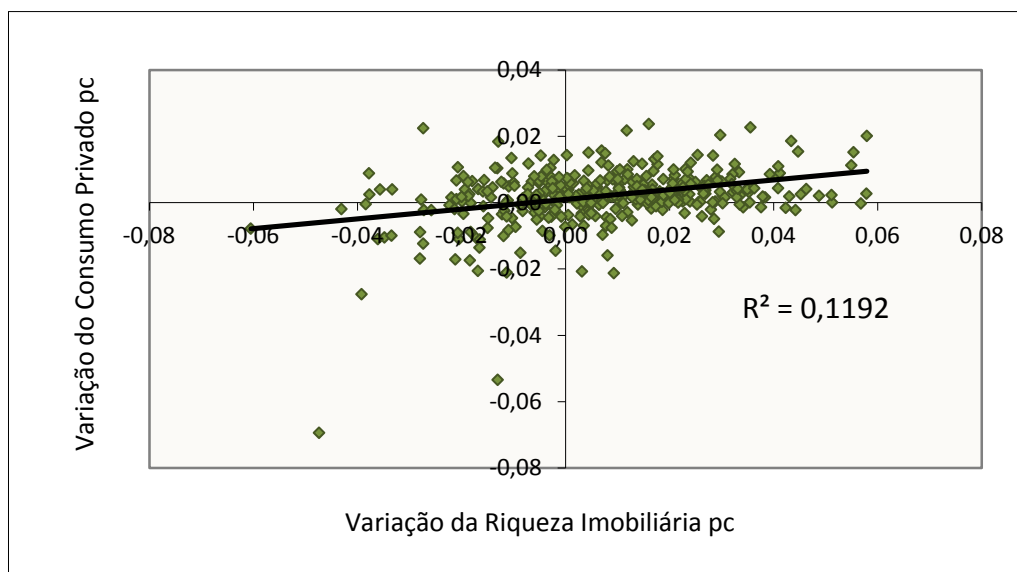
¹⁹⁴ Disponibilidade de dados para as variações da RFpc: a) Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Grécia, Holanda e Portugal (2000T2-2010T4); b) Irlanda (2001T2-2010T4); c) Itália (2000T2-2009T4).

¹⁹⁵ Disponibilidade para as variações da RVpc: a) Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Grécia, Holanda e Irlanda (2000T2-2010T4); b) Portugal (2001T4-2010T4); c) Itália: não disponível.

¹⁹⁶ Disponibilidade para as variações da RTpc: a) Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Grécia e Holanda (2000T2-2010T4); b) Irlanda (2001T2-2010T4); c) Itália (2000T2-2009T4). Admite-se que as variações da RTpc para Itália corresponde as mesmas variações da RFpc.

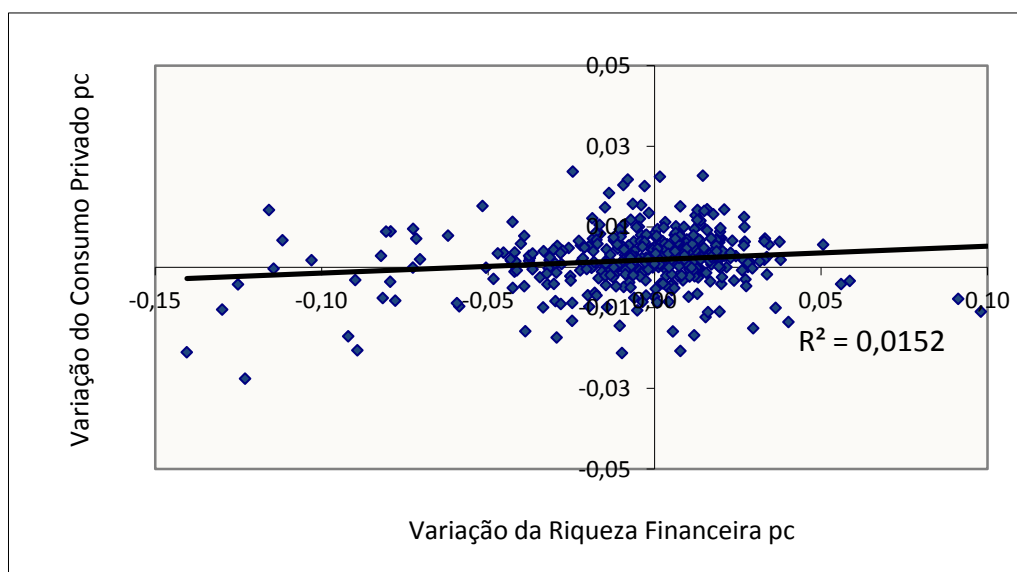
¹⁹⁷ Disponibilidade para as variações do CPpc: Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Grécia, Holanda, Irlanda, Itália e Portugal (2000T2-2010T4).

Gráfico 96. Análise agregado trimestral, 2000-2010
Variação do consumo privado per capita vs. riqueza imobiliária real per capita



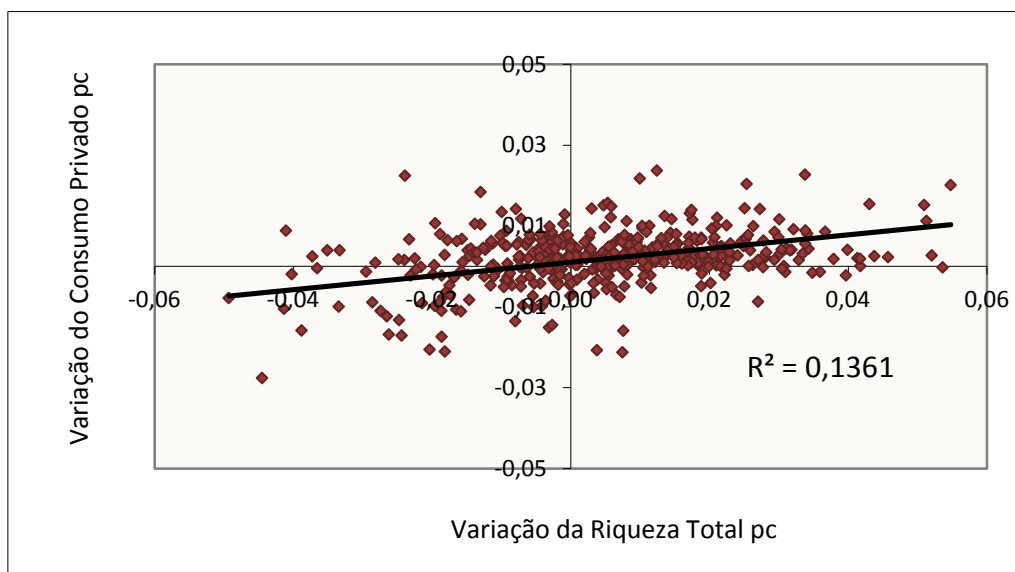
Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat, OECD, Global Property Guide, entre outros.
Nota: Taxas de variação logarítmica inter trimestral.

Gráfico 97. Análise agregado trimestral, 2000-2010
Variação do consumo privado per capita vs. riqueza financeira per capita



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat.
Nota: Taxas de variação logarítmica inter trimestral.

Gráfico 98. Análise agregado trimestral, 2000-2010
Variação do consumo privado per capita vs. riqueza total per capita



Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat, OECD, Global Property Guide, entre outros.

Nota: Taxas de variação logarítmica inter trimestral.

Note-se que os resultados obtidos com a análise de correlações entre as variações do consumo e do índice IRF examinados no capítulo anterior (ver gráfico 56) resultam, em princípio, um pouco mais consistentes do que os resultados alcançados para as correlações entre as variações do consumo e da riqueza financeira (gráfico 97). Algumas razões podem justificar estas divergências encontradas.

Em primeiro lugar, as comparações realizadas utilizam variáveis distintas. Enquanto o capítulo anterior realiza comparações empregando índices de preços (IRF e IRV) como aproximações das variações do nível da riqueza desagregada, este capítulo obtém comparações utilizando os valores absolutos das riquezas gerando, portanto diferenças nos resultados. Em segundo lugar, existem prováveis distorções nas variações dos níveis das riquezas calculadas. Conforme explanado, os débitos hipotecários, que deveriam estar considerados no montante da riqueza imobiliária, se transladam a riqueza financeira, subavaliando o valor da riqueza financeira e superavaliando o montante da riqueza imobiliária estimada. Esta é uma das razões que, seguramente, justifica analisarmos também a correlação entre a variação da riqueza total com o

consumo, com vistas a atenuar possíveis distorções entre os valores da riqueza (ver gráfico 98).

Em continuação, a tabela 17 apresenta os coeficientes de correlação entre a variação inter trimestral do consumo per capita e dos níveis de riqueza per capita financeiro (RFpc), imobiliário (RVpc) e total (RTpc) para os dez países no período 2000-2010.

**Tabela 17. Correlações entre a variação do consumo per capita e a variação do nível de riqueza e paro
Taxas de variação logarítmica inter trimestral**

	Período 2000-2010			
	RFpc	RVpc	RTpc	PARO
GLOBAL	0,12	0,35	0,37	-0,40
Alemanha	0,05	0,15	0,15	-0,12
Áustria	0,37	-0,16	-0,10	0,05
Bélgica	0,32	0,19	0,33	-0,13
Espanha	0,47	0,53	0,56	-0,74
França	0,37	0,45	0,47	-0,17
Grécia	0,15	0,59	0,60	-0,63
Holanda	-0,11	0,31	0,22	-0,23
Irlanda	0,02	0,37	0,34	-0,57
Itália	0,54	ND	0,54	-0,37
Portugal	0,53	0,07	0,10	-0,26

Fonte: Elaboração própria com dados Eurostat, OECD, Global Property Guide, entre outros. Nota: ND: Dado não disponível.

Em nível agregado global, observa-se uma correlação positiva tanto para a riqueza financeira como para a riqueza imobiliária e total. Em nível desagregado, constata-se uma correlação positiva para a riqueza financeira em todos os dez países. Ainda que em menor magnitude, a correlação positiva manifesta-se outra vez na maior parte dos países para a riqueza imobiliária, exceto em Áustria. Do mesmo modo, a correlação positiva é observada em quase todos os casos para a riqueza total, exceto em Áustria. Além disso, observa-se um predomínio da riqueza imobiliária sobre a financeira em seis (Alemanha, Espanha, França, Grécia, Holanda e Irlanda) dos dez países examinados.

Por último, no que se refere à correlação da variação do consumo com a taxa de desemprego, pode-se constatar outra vez seu impacto negativo com extrema clareza, tanto em nível global como em nível diferenciado por países, exceto em Áustria. No caso particular de Irlanda, Grécia e Espanha, a relação inversa entre a variação do consumo e do paro se produz de forma especialmente significativa para o período examinado, fato já comentado na análise de correlações descrita no capítulo anterior.

O capítulo seguinte se propõe a realizar uma aproximação quantitativa do efeito riqueza, mediante a introdução de modelos econométricos explicativos que tratam de esclarecer, em parte, o comportamento do consumo privado.

CAPÍTULO 9

Aproximação quantitativa sobre o efeito riqueza

*"Lo que no se define no se puede medir.
Lo que no se mide, no se puede mejorar.
Lo que no se mejora, se degrada siempre".*

Lord Kelvin (1824-1907),
Físico y matemático británico.

9.1. INTRODUÇÃO

Uma das relações mais importantes de toda a macroeconomia é a função do consumo, que mostra a relação entre o nível de consumo e o valor da renda disponível. A função do consumo agregada foi estabelecida inicialmente por Keynes (1936) de onde se indicava que existia uma relação estável entre o consumo e a renda disponível. Portanto, postula-se que a causa principal do consumo é a renda, de modo que a maior renda provoca um maior consumo e vice-versa.

Por outro lado, o valor da riqueza e sua variação representam outro determinante sobre o consumo. Ainda que a riqueza não varie tão rapidamente de um ano a outro, o efeito riqueza é um fenômeno que pode, em princípio, provocar importantes variações no consumo dos países. Deste modo, o efeito riqueza poderia ser medido, utilizando as seguintes equações de regressão linear:

$$(9.1) Y_t = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n + u_t$$

Onde: Y_t = Nível ou variação do consumo privado per capita;

X_t = Nível ou variação das variáveis explicativas consideradas no modelo (renda disponível, riqueza, desemprego, desigualdade, etc.)

Neste contexto, este capítulo se propõe a realizar uma aproximação quantitativa por meio de diversas estimações econométricas, tratando de obter uma valoração mais precisa do fenômeno do efeito riqueza assim como do seu impacto no contexto mais recente.

9.2. APROXIMAÇÃO QUANTITATIVA: RESULTADOS DA MODELIZAÇÃO ECONOMÉTRICA

Com o objetivo de se alcançar uma aproximação mais completa e precisa do efeito riqueza, elaboramos uma série de estimações econométricas que

incorporaram algumas variáveis que, segundo o plano teórico, explicam o comportamento do consumo privado. Para tanto, se dispõe de um conjunto de dados em painel com uma estrutura dimensional que combina 10 unidades de seção cruzada (países) com 44 unidades de série temporal (dados trimestrais).

Estas variáveis, expressas em logarítmicos e em termos per capita, são estabelecidas tanto em níveis como em variações, dando lugar a duas especificações econométricas. A primeira especificação (ver tabela 18), referente a níveis, tem por finalidade evidenciar a estreita relação entre as variáveis explicativas (renda, riqueza, desemprego...) e o nível de consumo (privado) per capita. A segunda especificação (veja tabela 19), referida a variações, busca comprovar o grau de relação entre a variação das variáveis explicativas e do consumo per capita. Note-se que esta segunda especificação é a que responde mais estreitamente ao objetivo central do trabalho, sendo mais exigente desde o ponto de vista da medição do chamado "efeito riqueza".

Em quanto às variáveis, o consumo per capita aparece sempre como a variável dependente, indicada em níveis (valores trimestrais em logarítmicos) ou em variações (taxas de variação logarítmica inter trimestral), dependendo da especificação. No que se refere às variáveis explicativas, juntamente ao valor da riqueza (seja em sua versão total ou desagregada e com um hipotético efeito positivo sobre o consumo), são considerados outros fatores que também afetam em maior ou menor grau, o consumo das famílias, tais como a renda disponível per capita (com uma suposta influencia positiva), a taxa de desemprego (com uma provável influência negativa) ou o nível de desigualdade sobre a distribuição da renda (com um hipotético efeito negativo¹⁹⁸).

Além disso, é incluída uma variável qualitativa aditiva (*dummy*), denominada "crise", que assume valores iguais a 1 para os trimestres correspondentes ao período de crise (2008-2010) e valores iguais a 0 para os trimestres da etapa anterior (2000-2007). Esta variável busca avaliar o impacto

¹⁹⁸ Ver, por exemplo, Barret *et.al.* (2000), Blundell e Preston (1998) e Labeaga *et.al.* (2005) para uma compreensão mais detalhada entre desigualdade de renda e consumo.

sobre o consumo atribuído a mudança de contexto econômico, social e político que conduz a crise global. Nesta variável se há incorporado, entre outros aspectos, uma forte piora das expectativas e um aumento da incerteza, acompanhados de drásticas restrições do crédito na maior parte das economias. Por isso, a inclusão desta variável visa capturar de forma mais precisa os efeitos das demais variáveis sobre o consumo.

Para cada uma das duas especificações (tabelas 18 e 19), em níveis ou variações, são apresentados dois modelos explicativos, em função do grau de desagregação da variável riqueza: riqueza total (modelos I e III) ou riqueza desagregada (modelos II e IV)¹⁹⁹.

No que diz respeito às variáveis explicativas, primeiro considera-se a renda familiar disponível, tratando de capturar a influência de um dos fatores mais destacados pela teoria econômica para justificar o consumo. Em síntese, esta variável tem a finalidade de medir o efeito renda sobre o consumo. Segundo, considera-se o valor da riqueza, que se apresenta tanto em termos totais como desagregada em seus dois componentes: riqueza financeira e imobiliária. Terceiro, inclui-se um fator crítico em cenários de crise, como é o caso do desemprego, cujo efeito esperado sobre o consumo parece pouco suscetível de discussão. O paro supõe, por um lado, uma perda de ingressos e, por outro lado, um agravamento das expectativas que levam a uma diminuição do consumo, não somente dos desempregados (perda de ingressos) como também o restante dos indivíduos (aumento da poupança por motivo de precaução, reduzindo parte do consumo). Poder-se-ia chamar a este conjunto de consequências sobre o consumo como “efeito desemprego”. Em quarto, acrescenta-se também uma variável relativa à desigualdade sobre a distribuição da renda (aproximada através do índice de GINI)²⁰⁰. Com esta variável trata-se de

¹⁹⁹ Consultar detalhes dos resultados dos testes econométricos realizados (modelos I, II, III e IV) no Anexo IV deste trabalho.

²⁰⁰ Esta variável não está incluída nos modelos III e IV devido a limitações estatísticas impostas pelos dados (não disponibilidade de dados trimestrais relativos ao índice GINI).

comprovar em que medida o grau de desigualdade afeta o consumo²⁰¹. Por último, inclui-se uma variável qualitativa que busca entender o papel que desempenha o atual contexto de crise.

Apesar de efetuar esta análise desde uma perspectiva espacial homogênea formada pela UEM, espera-se que possam estar atuando certas especificidades de caráter nacional que levam a comportamentos diferenciados. Por este motivo, realizamos nossa estimativa pelo método de Efeitos Fixos, que contempla a existência destas particularidades, permitindo realizar estimações mais consistentes do que o procedimento habitual de estimação por MCO.

Partindo da primeira especificação, que considera os níveis das variáveis para os dez países da UEM, obtêm-se os resultados da tabela 18. A inclusão do consumo per capita com atraso de um trimestre permite comprovar a presença de um caráter acumulativo sobre os níveis de consumo presente em relação ao consumo passado²⁰². Ao mesmo tempo, esta inclusão obriga a considerar com maior amplitude o impacto que o consumo atual tem sobre as variáveis explicativas, tendo em conta que revela a existência de um efeito multiplicador através do tempo²⁰³.

Em essência, os resultados da primeira especificação demonstram a estreita relação existente entre o nível de consumo e a renda disponível, em linha com os princípios gerais da teoria da demanda. Esta variável é exibida em

²⁰¹ De acordo com o fundamento microeconômico baseado no caráter decrescente da propensão marginal a consumir em função da renda, parece razoável refletir que um maior grau de desigualdade conduz *ceteris paribus* a um menor nível de consumo; já que uma fração mais elevada da renda está submetida a uma menor propensão marginal a consumir. Ou seja, as rendas elevadas não destinam todos os seus ingressos a consumir, enquanto as rendas baixas e médias destinam uma fração bastante elevada de sua renda, quando não toda, a consumir.

²⁰² A margem desta consideração, a inclusão do regressor atribui ao modelo um caráter dinâmico, ajudando a corrigir possíveis problemas de auto correlação.

²⁰³ Para medir o impacto das variáveis explicativas sobre a variável dependente em modelos dinâmicos é preciso associar toda uma terminologia que inclui termos, tais como multiplicador de impacto, multiplicador de retardo, multiplicador total, etc. O multiplicador total contempla a soma de todos os impactos no tempo. Em notação algébrica: o multiplicador total é calculado como $m_T = \sum_{j=0}^{\infty} m_j$, sendo m_j o multiplicador de retardo j . O cálculo do multiplicador total parte do pressuposto de que existe uma dependência implícita das variáveis retardadas.

ambos os modelos (I e II) com um coeficiente elevado e um alto nível de significância estatística.

Por sua parte, a consideração do valor da riqueza total também resulta significativa, ainda que exiba um coeficiente e um nível de significância estatística mais baixo do que o da renda disponível. Este resultado parece coerente com a hipótese de que a renda (ingresso corrente) apresenta uma influência mais direta sobre o consumo do que a riqueza (menor liquidez que a renda)²⁰⁴. Em síntese, um aumento de 10% na riqueza total eleva o consumo em 0,1%, enquanto o mesmo incremento da renda disponível gera um aumento de 0,5%. Em qualquer caso, deve-se ter em conta a natureza dinâmica da relação, que implica que uma parte importante da influência se prolongue no tempo por meio de um efeito multiplicador. Para estabelecer esta visão dinâmica, pode-se estimar o impacto conjunto através do cálculo do multiplicador total²⁰⁵. Neste caso, obtém-se como resultado final que um aumento do valor da riqueza total de 10%, por exemplo, gera um impacto de 1,1% no consumo, o qual se aproxima para a verdadeira magnitude global do impacto da riqueza ao longo do tempo.

A desagregação da riqueza total em seus dois componentes (modelo II) oferece resultados similares, com uma influência positiva sobre o nível de consumo em ambos os casos, ainda que apresente um maior impacto e significância para a riqueza financeira. Esta diferença pode ser justificada face o grau de liquidez dos ativos mobiliários (financeiros) frente aos imobiliários, assim como na facilidade de sua medição. Estas diferenças tornam-se ainda mais evidentes no atual contexto de crise, frente às dificuldades enfrentadas pelo processo de compra e venda de imóveis.

Por sua parte, o menor impacto e significância observada da riqueza imobiliária pode responder, em nossa opinião, a ação combinada de dois fatores que atuam em diferentes sentidos. Em primeiro lugar, um estímulo positivo sobre o consumo devido ao valor dos ativos imobiliários, que vinha sendo o eixo

²⁰⁴ Ademais, tendo em conta que boa parte da população tem como principal fonte de ingressos sua renda salarial, este resultado pode ser mais bem compreendido.

²⁰⁵ Veja nota de rodapé 203.

central que norteava a capacidade de solvência das famílias e, portanto, do seu potencial de endividamento (alimentada por uma crescente oferta de crédito) e consumo²⁰⁶. Em segundo lugar, o menor grau de liquidez da riqueza imobiliária frente aos ativos financeiros (ações, bônus...). De fato, isto restringe seu impacto sobre o consumo, especialmente à medida que se reduz a oferta de crédito, que havia estado amparado até 2007 em uma bolha aparentemente imparável de crescimento de preços imobiliários²⁰⁷.

A inclusão da taxa de paro demonstra a relevância do efeito desemprego sobre o consumo, mostrando uma influência de sinal negativo e estatisticamente significativa. Este efeito se materializa através da caída dos ingressos das famílias e do aumento da incerteza com a consequente deterioração das expectativas.

Outra variável que guarda uma influência negativa sobre o consumo, embora sem alcançar um nível suficiente de significância estatística, é o nível da desigualdade da renda (GINI). Este resultado é coerente com a hipótese de que a desigualdade está associada com um menor consumo, devido ao caráter decrescente da propensão marginal dos indivíduos em consumir à medida que aumenta seu nível de renda.

Em quanto aos resultados, devemos destacar a elevada bondade do ajuste (R^2 ajustado próximo a 1) que demonstra a estreita relação entre os níveis de consumo, renda e riqueza, juntamente com outros fatores, como o nível de desemprego ou desigualdade. Por outra parte, os resultados relativos à variável qualitativa "crise" apontam um impacto negativo e estatisticamente significativo sobre os níveis de consumo. A inclusão desta variável permite controlar o fator temporal associado à mudança de contexto social, econômico e político que se manifesta mais claramente a partir de 2008.

²⁰⁶ Que agiu de forma positiva sobre o consumo à medida que ia se constituindo a bolha imobiliária em um caminho supostamente imparável de crescimento dos preços.

²⁰⁷ Inicialmente as dívidas hipotecárias poderiam ser consideradas como um obstáculo em longo prazo, ainda que facilmente gerenciável diante de um contexto de crescentes expectativas de ingressos (expansão econômica) e riqueza (borbulha de preços). Deste modo, uma maior riqueza imobiliária, alcançada através do endividamento hipotecário, atuava como suporte das expectativas de consumo, apresentando um sinal positivo, tal como revelam os resultados.

Tabela 18. Resultados da estimação por efeitos fixos. Variáveis em níveis
10 Países da Eurozona. Período 2000-2010
Variável dependente: Consumo privado per capita
Desvios típicos robustos (HAC)

	Modelo I	Modelo II
Consumo per capita (t-1)	0,908 (37,73)	0,937 (43,82)
Renda disponível per capita	0,0489 (3,91)	0,038 (3,61)
Riqueza total per capita (t-1)	0,010 (2,17)	-----
Riqueza financeira per capita (t-1)	-----	0,013 (3,24)
Riqueza imobiliária per capita (t-1)	-----	0,006 (1,52)
Desemprego (taxa de paro)	-0,008 (-3,00)	-0,006 (-2,17)
Desigualdade de renda (GINI)	-0,005 (-0,55)	-0,015 (-1,16)
Crise (variável dummy, 2008-2010)	-0,005 (-4,49)	-0,005 (-4,62)
R2 ajustado	0,9988	0,9989
Durbin-Watson	1,87	1,96
Nº Observações	332	301

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat, OECD, Global Property e outros.

Nota: a) As variáveis referem-se a valores trimestrais per capita e estão em logarítmicos;

b) Incluem-se entre parênteses os estatísticos-t.

Contudo, esta primeira especificação, baseada em modelos dinâmicos com variáveis em níveis, não permite captar em toda sua essência o "efeito riqueza". Este fenômeno é, por definição, um processo que se manifesta nas variações temporais. Deste modo, isto sugere a realização de outras aproximações que captem de maneira mais exigente este caráter dinâmico; dando passo a segunda especificação que considera as variações das variáveis.

Com a finalidade de efetuar esta segunda especificação, estimamos os modelos III e IV exibidos na tabela 19. Tais modelos incorporam como variável dependente as variações inter trimestrais do consumo e como variáveis explicativas as variações da renda, da riqueza (total e desagregada) e da taxa de desemprego. Ademais, incorpora-se a variável dummy qualitativa relativa à etapa de crise (2008-2010), com o objetivo de controlar o efeito resultante da

mudança de contexto. Entendendo que deva existir algum atraso entre a ilusão patrimonial que dá lugar ao efeito riqueza até que este afete o consumo, optamos pela inclusão de um retardo trimestral relativa às variações dos níveis da riqueza.

A tabela 19 exibe os resultados da estimação por efeitos fixos, que estão em linha com a hipótese da existência de um efeito riqueza para os dez países. Não obstante a bondade de ajuste (R^2 ajustado) seja sensivelmente menor comparada à aproximação baseada em níveis (tabela 18), esta segunda especificação implica um maior nível de exigência nas relações. Deve-se ter em conta que a variável dependente (variações inter trimestrais do consumo) pode resultar afetada por um número indeterminado de fatores que levam a que os padrões de consumo não variem automaticamente. Neste sentido, devemos salientar que os resultados obtidos em outros estudos (Barata e Pacheco, 2003; Case *et.al.*, 2005; Skudelny, 2009) que incluem como variável dependente as variações do consumo privado, não alcançam qualidades de ajustes superiores. Isto representa uma característica bastante comum para as aproximações efetuadas desde esta perspectiva.

Em quanto aos resultados, observamos a predominância de um efeito riqueza de sinal positivo e estatisticamente significativo em todos os casos (modelos III e IV). Além disso, este efeito riqueza parece haver sido superior ao efeito renda, que destaca a especial incidência que as alterações no valor da riqueza têm sobre as expectativas de consumo das famílias.

Por outro lado, similar a primeira especificação, os resultados sugerem um predomínio do efeito riqueza de caráter financeiro, revelando uma maior sensibilidade do consumo frente às variações no valor dos ativos financeiros. Apesar do valor dos ativos imobiliários terem sido o esteio das expectativas de consumo das famílias em muitos países, acompanhado por uma oferta crescente de crédito (até a crise atual), seu menor grau de liquidez frente aos ativos financeiros pode ser uma razão que justifique este comportamento no contexto da estimação econométrica. Em geral, um aumento de 10% na variação da

riqueza total eleva a variação do consumo em 0,6%, enquanto o mesmo aumento na variação da renda disponível apenas gera um aumento de 0,3% no consumo.

Tabela 19. Resultados da estimação por efeitos fixos. Variáveis em variações
10 Países da Eurozona. Período 2000-2010
Variável dependente: Variação do consumo privado per capita
Desvios típicos robustos (HAC)

	Modelo III	Modelo IV
Variação renda disponível per capita	0,026 (1,97)	0,020 (1,76)
Variação riqueza total per capita (t-1)	0,064 (3,66)	-----
Variação riqueza financeira per capita (t-1)	-----	0,054 (7,61)
Variação riqueza imobiliária per capita (t-1)	-----	0,034 (2,28)
Variação desemprego (taxa de paro)	-0,055 (-3,78)	-0,049 (-3,65)
Crise (variável dummy, 2008-2010)	-0,003 (-3,16)	-0,004 (-3,23)
R2 ajustado	0,2534	0,2795
Durbin-Watson	2,09	2,02
Nº Observações	407	368

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat, OECD, Global Property e outros.

Nota: a) As variáveis referem-se a variações trimestrais e estão expressas em taxas de variação logarítmica; b) Incluem-se entre parênteses os estatísticos-t.

Da mesma forma, os resultados destacam novamente a relevância explicativa do efeito desemprego, mostrando uma influência estatisticamente significativa e de sinal negativo sobre a variação do consumo.

Por último, a variável qualitativa referida à crise demonstra uma influência negativa e estatisticamente significativa sobre as variações do consumo. Conforme mencionado, a inclusão desta variável permite controlar o papel desempenhado pela mudança de contexto associado à manifestação da crise atual²⁰⁸.

²⁰⁸ Entre elas, as importantes restrições de crédito analisadas no capítulo 6.

PRINCIPAIS CONCLUSÕES DA SEGUNDA PARTE

No capítulo 4 destacamos a existência de uma forte relação entre uma crise financeira e o setor real de uma economia interligado através de três importantes canais de transmissão. O primeiro canal procede do efeito riqueza de natureza tanto financeira como imobiliária. O segundo canal decorre do acelerador financeiro que demonstra que o efeito riqueza anterior pode resultar ampliado através de outros mecanismos financeiros. O terceiro canal deriva do processo de desalavancagem do setor financeiro que, ao contrair o volume de crédito, tem um efeito adverso sobre a atividade econômica (figura 5, p. 129).

Com respeito ao primeiro canal, o efeito riqueza é um termo empregado na literatura para relacionar a evolução da riqueza com a expansão do consumo privado. É um fenômeno que se produz sobre o consumo ante a percepção de maior (menor) riqueza por parte das famílias como resultado da variação positiva (negativa) dos preços dos ativos. Portanto, as sensações de riqueza das famílias as conduzem a supostamente aumentar (diminuir) o consumo, afetando positivamente (negativamente) a equação da demanda e, em consequência, o PIB.

Em atenção ao segundo canal, quando se contraem os preços dos ativos, o efeito negativo da riqueza sobre a demanda pode ser amplificado pelo acelerador financeiro gerando um declínio severo do PIB. Ao reduzir a riqueza, empresas e famílias passam a ter uma solvência menor, restringindo o acesso ao crédito, o que reduz sua capacidade de consumir ou então investir. Isto pode levar a uma desaceleração econômica que incrementa a inadimplência dos empréstimos, produzindo um círculo vicioso que amplifica a recessão econômica.

Quanto ao terceiro canal, uma entidade demasiadamente alavancada que tenha uma fração de seus ativos deteriorados pode ser conduzida a uma situação de insolvência, já que necessita reduzir seus ratios obrigatórios de capital. Isto pode levar a uma cascata de alavancagem, considerando que outras entidades façam o mesmo. Na desalavancagem, os ativos são bastante afetados, pois se

trata de evitar a insolvência diante de um contexto em que não seja mais possível refinarçar as dívidas. Isto pode conduzir a um credit crunch que tem um efeito adverso sobre a atividade econômica.

Contudo, é importante salientar que, nem todos os tipos de riqueza produzem o mesmo efeito sobre o consumo, sendo oportuno diferenciar riqueza financeira e imobiliária. A teoria econômica sugere que a resposta do consumo frente a um incremento do ativo é maior quanto mais líquido seja o ativo. Do mesmo modo, a resposta do consumo é maior quanto mais simples seja a medição do valor do ativo. Além disso, também depende se o aumento do valor do ativo tem um caráter de curta ou de longa duração. Logo, não se pode assegurar de forma decisiva que o efeito riqueza financeiro seja maior do que o efeito imobiliário.

A riqueza financeira é tradicionalmente mais líquida do que a riqueza imobiliária, tendo em conta que os ativos financeiros são negociados com mais frequência. No entanto, as variações dos preços dos ativos imobiliários são mais prolongadas do que as variações dos ativos financeiros. Por sua vez, a riqueza imobiliária é maior do que a financeira na maior parte dos países avançados, podendo suas alterações gerar um efeito mais intenso sobre o consumo.

De fato, a riqueza imobiliária é distinta da financeira. São esperados dois tipos de rendimentos quando se investe em um ativo financeiro. Enquanto o primeiro é a rentabilidade regular, o segundo corresponde a uma expectativa de elevação de preço. Observa-se uma elevação da riqueza financeira, considerando que umas famílias ficam mais ricas por possuir ativos mais valiosos, enquanto outras famílias podem comprá-los mais caros incrementando sua renda futura diante de um cenário de elevação de preços.

Por outro lado, quando se investe em um ativo imobiliário sua aquisição representa um bem de aquisição duradouro. Não obstante a expectativa de valorização do imóvel seja similar a do ativo financeiro, a riqueza imobiliária não responde aos mesmos fatores do que a riqueza financeira. Se os preços dos imóveis aumentam, observa-se um incremento na riqueza das famílias

proprietárias, enquanto a riqueza daquelas sem propriedade imobiliária pode diminuir, já que perdem parte do poder aquisitivo, se o objetivo for comprar uma casa. Portanto, a riqueza total nem aumenta e nem diminui, dado que se produz uma transferência de riqueza entre as famílias. Ainda que não haja elevação na riqueza total, o consumo pode aumentar por diversos motivos. Um primeiro motivo é que as famílias podem endividar-se mais através do canal do crédito, já que sua garantia colateral aumentou como resultado da elevação dos preços imobiliários. Um segundo motivo é que as famílias, induzidas por um cenário de crédito farto e juros baixos, podem contrair mais dívidas que tolerariam sua renda, em caso de um aumento nos juros.

Desde um ponto de vista metodológico, a literatura revela que existem dois tipos de enfoques para a análise dos efeitos da riqueza sobre o consumo. Um enfoque está baseado na análise de dados macro agregados com séries temporais (quadro 4, p. 141), enquanto a outra perspectiva se baseia no exame de dados microeconômicos. Em geral, a literatura parece encontrar evidências empíricas que demonstram uma relação de longo prazo positiva e significativa entre riqueza e consumo.

No capítulo 5, analisamos algumas evidências dos efeitos da crise global sobre a economia real, desde um enfoque global (principais economias e blocos econômicos) e comparado por dez países (Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Grécia, Holanda, Irlanda, Itália e Portugal) da Eurozona. Três razões justificam esta seleção. Primeiro, os dez países contam com uma ampla experiência no processo de unificação econômica e monetária da UE. Segundo, as dez economias produzem mais de 95% do PIB da Eurozona, convertendo em uma amostra representativa. Terceiro, sua população representa mais de 95% da população da UEM, reforçando ainda mais a amostra selecionada.

O estudo da evolução recente das dez economias europeias nos permite comprovar a existência de comportamentos diferenciados. Por exemplo, a crise praticamente não alterou a taxa de desemprego na Alemanha e Áustria, países que, no passado, introduziram um sistema de proteção laboral garantindo, em

um contexto recessivo, a empregabilidade das pessoas. Por outro lado, o incremento da taxa de desemprego em Espanha e Irlanda foi dramático, países que perderam boa parte dos postos de trabalho em razão do colapso do setor imobiliário.

Em atenção à evolução dos principais componentes do PIB, a queda dos investimentos, dado a sua natureza relativamente volátil, foi bastante superior a caída do consumo privado durante a fase da crise, especialmente nos casos de Espanha, Grécia e Irlanda. Além disso, a queda do consumo se destaca também em Espanha, Grécia e Irlanda, países duramente atingidos pela caída da riqueza, pela contração do crédito e pelo aumento do desemprego durante a crise. Por outro lado, observa-se que consumo público é único componente que cresce durante o período recessivo, atribuído, em parte, às ações assistencialistas em circunstâncias adversas, conduzindo, em alguns casos, a descontroles orçamentários dos Governos.

Considerando que o canal do crédito guarda uma conexão muito intensa com o desempenho do consumo das famílias, analisamos sua evolução no capítulo 6, igualmente no contexto dos dez países com objetivo de se ter uma melhor compreensão do impacto da crise global. De fato, o impacto da crise sobre o crescimento do crédito foi bastante significativo. Após experimentar um forte período de expansão, o crescimento do crédito ao consumo tem permanecido em níveis negativos em razão da crise, sinalizando uma tendência recessiva para os empréstimos concedidos, ainda que tenham sido adotadas medidas de apoio ao crédito pelo BCE.

Além disso, observa-se que determinados países (Grécia, Irlanda e Espanha) que exibiram as maiores taxas de crescimento do crédito na fase expansiva, foram aqueles que sofreram as maiores restrições ao crédito durante a crise, dado que utilizaram um modelo de crescimento com base no aumento do consumo estimulado pela própria oferta de crédito; gerando em alguns casos elevadas ratios de endividamento (Grécia e Irlanda). Por outro lado, outros países como Alemanha que não abusaram do crédito em circunstâncias

expansivas foram os que sofreram as menores restrições durante a crise. Portanto, o crédito é um componente que pode tanto impulsionar o crescimento do consumo em cenários expansivos (multiplicando o efeito riqueza) como pode prejudicar a recuperação do próprio consumo em contextos recessivos; especialmente se o consumo é financiado. Ou seja, deve-se administrar a dosagem de crédito ao consumo com bastante cautela de forma a não gerar, em circunstâncias expansivas, ratios de endividamento elevados nos países.

No capítulo 7 examinamos o impacto do efeito riqueza sobre o consumo baseado na análise dos índices de preços da riqueza. Para tanto, utilizamos um índice de preços das vivendas (IRV) como proxy da riqueza imobiliária e outro índice de preços mobiliários como aproximação da riqueza financeira (IRF). Observa-se que a variação do índice IRF se dá de forma muito mais intensa do que a flutuação do índice IRV para o período 2000-2010 em todos os países. Portanto, o índice IRF, que apresenta muito mais volatilidade do que o índice IRV, é mais sensível aos ciclos econômicos.

Por sua vez, os resultados com a análise de correlações entre as variações do consumo e os índices de preços da riqueza (IRF, IRV) no período 2000-2010 revelam uma relação positiva tanto para o índice IRF (gráfico 56, p. 209) como para o índice IRV (gráfico 57, p. 209) para os países. Contudo, a relação parece ser mais consistente para a riqueza imobiliária. Por outro lado, os resultados em nível agregado demonstram uma relação inversa entre a variação do consumo e da taxa de paro (gráfico 78, p. 215), ainda que possa estar agrupando nesta análise comportamentos diferenciados.

Outro aspecto importante é a predominância do efeito riqueza que tende a aumentar ao passar da fase expansiva (2000-2007) a etapa de crise (2008-2010), exibida através da análise dos coeficientes de correlações (tabela 13, p. 218). Em nível global, este comportamento se verifica tanto para a riqueza financeira como para a riqueza imobiliária, de onde se observa um predomínio desta última. Em nível diferenciado, este comportamento é significativo para

parte dos países (Áustria, França, Grécia, Holanda e Itália), em que se observa um incremento do coeficiente de correlação ao passar para etapa de crise.

Além disso, os resultados para o período 2000-2010 revelam uma correlação positiva para ambas as riquezas, de onde se verifica uma relação mais consistente para a riqueza imobiliária em nível global (tabela 14, p. 220). Os resultados não são tão conclusivos em nível diferenciado, dado que existe um predomínio da riqueza imobiliária em apenas cinco países (Alemanha, Espanha, França, Grécia e Holanda). Quanto à correlação da variação do consumo com o desemprego, seu impacto negativo pode-se notar com clareza, tanto em nível global como diferenciado. A relação inversa é significativa para Irlanda, Grécia e Espanha, guardando uma conexão estreita com a elevada oscilação da taxa de paro nestes países.

Não obstante a técnica de utilização de índices de preços como proxies dos níveis de riqueza sejam métodos comumente empregados, tais índices não refletem as variações absolutas dos níveis de riqueza, podendo conduzir a resultados inconsistentes. Por este motivo, propomos no capítulo 8 o emprego de uma metodologia para reconstrução dos níveis desagregados de riqueza, indo um pouco mais além da consideração dos índices de preços do capítulo 7.

A metodologia para a reconstrução dos valores de riqueza está parcialmente inspirada em um procedimento empregado em estudos recentes (Case *et. al.*, 2005; Skudelny, 2009; Slacalek, 2009). As estimações trimestrais do valor da riqueza financeira (RF_{pc}) e imobiliária (RV_{pc}) foram obtidas através das equações 8.1 e 8.2. Primeiro, observamos que o valor da riqueza imobiliária é bastante superior ao nível da riqueza financeira, o que poderia ser justificado pelas dívidas hipotecárias que se transladam a riqueza financeira subavaliando o valor calculado. Segundo, o crescimento da riqueza imobiliária foi superior ao aumento da riqueza financeira no período, em razão da elevação significativa do preço das propriedades (borbulha imobiliária).

Os resultados da análise de correlações entre a variação do consumo e as variações dos níveis de riquezas revelam uma relação positiva tanto para a

riqueza imobiliária (gráfico 96, p. 233) como para a riqueza financeira (gráfico 97, p. 233) e para riqueza total (gráfico 98, p.234), durante o período 2000-2010.

Em relação às correlações entre a variação do consumo com os níveis de riqueza, observa-se uma correlação positiva em nível agregado para todas as riquezas no período 2000-2010 (tabela 17, p. 235). Em nível diferenciado, constata-se uma correlação positiva para a riqueza financeira em todos os países e para riqueza imobiliária e riqueza total na maior parte dos países, exceto em Áustria. Ademais, verifica-se um predomínio da riqueza imobiliária sobre a financeira em seis (Alemanha, Espanha, França, Grécia, Holanda e Irlanda) dos dez países. Quanto à correlação da variação do consumo com a taxa de desemprego, seu impacto negativo pode-se constatar com clareza, tanto em nível global como diferenciado por países.

Devemos ressaltar, entretanto, que todos os resultados alcançados com a análise de correlações para os índices de preços e para os valores das riquezas financeira e imobiliária tratadas nos capítulos 7 e 8 devem ser interpretados com bastante cautela, tendo em conta que consiste apenas uma simples aproximação do impacto que o efeito riqueza produz sobre o consumo, utilizando a técnica de correlações das variações das variáveis.

Deste modo, tratamos de efetuar no capítulo 9 uma aproximação quantitativa por meio de diversas estimações econométricas com efeitos fixos, obtendo uma valoração mais precisa do efeito riqueza sobre o consumo. A primeira especificação (tabela 18, p. 245) tem por objetivo atestar a estreita relação entre as variáveis explicativas (renda, riqueza, desemprego...) e o nível de consumo per capita. A segunda especificação (tabela 19, p. 247) busca demonstrar a relação entre a variação das variáveis explicativas e do consumo per capita.

Em linhas gerais, os resultados alcançados através da modelização econométrica apontam a existência de um efeito riqueza positivo e significativo sobre o consumo em todos os modelos estimados. Em quanto ao impacto total (considerando o efeito multiplicador de todos os retardos) estima-se, por

exemplo, que um aumento (redução) de 10% na riqueza total provoca um aumento (redução) de 1,1% no nível de consumo ao longo do tempo.

Adicionalmente, verificamos o predomínio do efeito riqueza de caráter financeiro sobre o efeito de caráter imobiliário, revelando uma maior sensibilidade do consumo ante as variações no valor dos ativos financeiros. Ainda que os ativos imobiliários tenham sido um pilar fundamental das expectativas de consumo das famílias e a base do comportamento creditício na última década, os ativos financeiros apresentam um grau maior de liquidez e, por consequência, uma maior facilidade de medição.

Por outro lado, cabe destacar a inclusão de outras variáveis, tais como a taxa de paro, mostrando a coexistência de um efeito desemprego que guarda uma relação negativa e significativa sobre o consumo. Da mesma forma se comporta, ainda que sem alcançar a significação estatística, o grau de desigualdade, refletindo um obstáculo que representa para o consumo um nível crescente de concentração de renda.

Por último, merece ser destacado que todos estes efeitos vêm acompanhados por um papel negativo e significativo da variável dummy relativa à crise global, que se manifesta, entre outros aspectos, em uma degradação no desempenho do consumo. A consideração desta variável fictícia permite, em definitiva, validar a existência de um efeito riqueza significativo. Isto possibilita a alcançar uma interpretação mais completa dos fatores explicativos que estão por detrás do comportamento do consumo, tanto na fase expansiva como em um período instável como o atual, afetado por fortes restrições do canal de crédito além de uma incerteza generalizada.

A Parte III, que se segue em continuação, tem por objetivo desenvolver uma reflexão crítica e sistematizada sobre o BCE e seu papel no que se refere à condução da política monetária antes e durante a gestão da crise global, tratando de avaliar se suas atuações caminham ou não em direção à prevenção de crise futuras.

PARTE III

O Banco Central Europeu e seu papel na gestão da crise global

*“Se queremos progredir, não devemos
repetir a história, mas fazer uma
nova história”.*

Mahatma Gandhi (1869-1948),
Líder e pacifista indiano.

INTRODUÇÃO À TERCEIRA PARTE

O processo de criação da União Econômica e Monetária da UE é naturalmente marcado pela necessidade de concepção de uma entidade que fosse independente e que especialmente se responsabilizasse pela estabilidade de preços, garantindo o equilíbrio econômico da região. Além disso, essa entidade supranacional deveria ser neutra economicamente e politicamente perante cada um dos Estados-membros. O Banco Central Europeu foi criado neste cenário com a finalidade de responsabilizar-se por tarefas que fossem comuns aos interesses dos países, passando a assumir, desde então, o compromisso pela condução da política monetária em toda a Eurozona.

O forte impacto da crise global sobre a economia real trouxe ao debate questões associadas à responsabilidade dos bancos centrais na prevenção, na gestão e na solução de crises. No caso específico do BCE, a entidade agiu com tempestividade em resposta à crise global, aplicando uma série de medidas convencionais e não convencionais de política monetária para atenuar os efeitos adversos sobre a economia. É preciso, entretanto, desenvolver uma reflexão mais criteriosa em torno dessas medidas adotadas, tendo em conta que não asseguram um seguro palpável contra futuras crises.

Por outro lado, a presente crise motivou também a obrigação de se entender o papel que os bancos centrais podem desempenhar em resposta a questões de bolhas nos preços de ativos, de estabilidade financeira e como a função se articula com a condução da política monetária. Deste modo, a condução da política monetária do BCE, que ultimamente vinha sendo guiada pelo objetivo precípua da estabilidade de preços, se há demonstrado insuficiente para garantir a estabilidade financeira dos países.

Neste contexto, esta terceira parte do trabalho tem por objetivo desenvolver uma reflexão teórica sobre o BCE e seu papel no que diz respeito à condução da política monetária antes e durante a gestão da crise global, avaliando se suas atuações caminham em direção à prevenção de crises futuras

ou, simplesmente, a suavização dos efeitos adversos sobre a economia. Além disso, são tratados nesta parte assuntos relacionados aos conceitos básicos do BCE, como ainda outros temas importantes pertinentes ao contexto global atual. Para alcançar estes objetivos, tratamos de: **a)** delinear os conceitos básicos do BCE, descrevendo sua gênese, estrutura e orientação de política monetária (**Capítulo 10**). Neste capítulo, objetiva-se descrever o processo gradual de criação do BCE, apresentando a sua estrutura, detalhando a sua estratégia de decisão e esclarecendo como as decisões são conduzidas utilizando os instrumentos de política monetária. **b)** desenvolver uma reflexão, em torno de um macro conceitual teórico, sobre o papel da política monetária do BCE antes e durante a crise global, avaliando se suas atuações caminham em direção ou não à prevenção de crises futuras (**Capítulo 11**). Neste capítulo, aborda-se a condução da política monetária do BCE durante a fase precedente a crise; avaliando, posteriormente, as suas respostas de política durante a etapa da crise. Convém destacar, entretanto, que as respostas de política monetária foram analisadas durante um período de tempo determinado; ou seja, entre outubro de 2008 a dezembro de 2010, tomando como base os relatórios oficiais divulgados pelo BCE. Além disso, trata-se de aspectos importantes relacionados à política monetária e aos preços dos ativos, que se tem revelado um elemento chave para poder entender a evolução do consumo através do efeito riqueza²⁰⁹. Considera-se também neste capítulo questões relativas ao BCE e à estabilidade financeira. Em sequência, são discutidos outros assuntos importantes, relacionados às reformas de Basileia III e o novo enfoque macroprudencial na UE. Finalmente, tecemos as nossas considerações sobre o tema. **c)** descrever sistematicamente as principais conclusões dos capítulos.

²⁰⁹ Consultar parte II desta tese.

CAPÍTULO 10

Gênese, estrutura e política monetária do Banco Central Europeu

“There have three great inventions since the beginning of time: fire, the wheel and central banking”.

Will Rogers (1879-1935),
American humorist and social
commentator.

10.1. INTRODUÇÃO

Uma das finalidades principais de criação da união monetária foi estabelecer, entre outros intuitos, uma unidade capaz de promover um mercado financeiro estável que pudesse convergir economias desenvolvidas, fornecendo um alto nível de empregabilidade e assegurando um padrão sustentável de crescimento econômico com tendências não inflacionárias.

Durante o processo de concepção da UEM, tornou-se necessário a criação de uma entidade que pudesse garantir a estabilidade econômica e política da região, orientando os Estados-membros em processos relativos à tomada de decisão. Tornou-se, também, imprescindível a criação de um órgão independente que se responsabilizasse pela estabilidade de preços, sendo neutro economicamente e politicamente perante cada um dos países participantes. O Banco Central Europeu surgiu, então, com esta finalidade e sua história pode ser traçada desde a oficialização da união monetária em janeiro de 1999²¹⁰.

Deste modo, compreender esta história significa perceber o processo de criação de um dos maiores órgãos já instituídos no continente europeu e provavelmente em todo o mundo. Neste contexto, este capítulo tem por objetivo apresentar os conceitos básicos do BCE descrevendo sua gênese, estrutura e orientação de política monetária. A primeira seção descreve, desde uma perspectiva cronológica, o processo de criação do BCE. A parte subsequente apresenta a estrutura atual da entidade composta por três importantes órgãos (conselhos) de decisão. A terceira seção delinea uma rápida exposição da estratégia de decisão de política monetária, abordando aspectos referentes à transparência, comunicação e credibilidade. A última parte esclarece a forma como as decisões são conduzidas pela entidade empregando os instrumentos de política monetária apropriados.

²¹⁰ Consultar, por exemplo, Cobarrubia *et.al.* (2009, pp. 151-153) e Richter e Wahl (2011) para uma exposição mais detalhada sobre a origem do BCE e o processo de introdução do euro na economia europeia.

10.2. GÊNESE DO BANCO CENTRAL EUROPEU

A história do BCE deve ser analisada desde uma perspectiva diacrônica devido aos inúmeros estágios de integração econômica ocorridos no continente Europeu. O “*European Coal and Steel Community*”, assinado em 1951, foi uma das primeiras tentativas de integração econômica da Europa. Com este acordo, países como Alemanha, Bélgica, França, Holanda, Itália e Luxemburgo tentaram extrair recursos que tinham sido vitais para as guerras mundiais num ensaio de preservar a paz no continente.

Impulsionados pelo êxito do Tratado de 1951, estes mesmos países assinaram posteriormente o Tratado de Roma, nome dado ao Tratado Constitutivo da Comunidade Econômica Europeia e ao Tratado Constitutivo da Comunidade Europeia de Energia Atômica, em 1957. Um dos objetivos primordiais do Tratado de Roma foi estabelecer uma zona alfandegária comum para os países membros.

A coordenação das políticas fiscais também foi mencionada pelo Tratado de Roma e, posteriormente em 1964, foi estabelecido um comitê formado pelos presidentes dos bancos centrais dos Estados-membros para coordenar estas políticas e defender os interesses dos países. Inicialmente, este comitê serviu como um fórum de intercâmbio de informações. No entanto, no final da década de sessenta, com a turbulência do regime de taxas fixas proposto em Bretton Woods²¹¹, o foco na política monetária dos Estados-membros exigiu uma coordenação mais específica.

Com esta exigência, o Conselho Europeu²¹² estabeleceu um comitê para discutir as políticas monetárias e econômicas da região. Este comitê, chefiado pelo primeiro-ministro de Luxemburgo *Pierre Werner* publicou o *Werner Report*, que foi um dos primeiros documentos oficiais sugerindo um modelo de integração detalhado para toda a Europa. Ainda que o Conselho Europeu tenha

²¹¹ Sobre Bretton Woods, consultar detalhes no capítulo 1.

²¹² O Conselho Europeu é um órgão político composto pelos Chefes de Estado e funciona como uma instância de orientação geral para todas as áreas da União Europeia.

inicialmente apoiado o plano, a instabilidade econômica gerada pelo colapso do sistema de Bretton Woods e a crise do petróleo dos anos setenta favoreceram o término do mesmo. Com isso, uma década mais tarde, o Sistema Monetário Europeu foi estabelecido com o objetivo de conectar as moedas européias a fim de salvaguardar grandes flutuações entre as mesmas.

Em 1986, o Ato Único Europeu (AUE) é assinado com a finalidade de estabelecer uma data limite para a criação de um mercado único na Comunidade Europeia. O AUE começou a ter o efeito desejado somente depois do Relatório de Delors²¹³. Posteriormente, o Relatório de Werner contou com uma maior integração fiscal do que o Relatório de Delors. Este último somente aspirou uma transferência de poderes orçamentários para a Comunidade Europeia que pudesse culminar com a criação de uma moeda única. Além disso, o Relatório de Delors sugeria que uma política econômica comum exigiria um grau muito alto de compatibilidade econômica por parte dos Estados-membros e exigiria, também, que o poder de decisão fosse centralizado na comunidade como um todo. Esta centralização, entretanto, acarretaria em uma perda de soberania por parte dos países participantes, o que foi acordado de forma unânime por todos os países integrantes da Comunidade Econômica Europeia.

Apesar do Relatório de Delors não trazer nenhuma ambiguidade em relação à criação de uma política monetária, a questão da política fiscal dos Estados-membros teve que ser esclarecida e negociada junto a Instituto Monetário Europeu²¹⁴ entre dezembro de 1990 a dezembro de 1991.

O Tratado da União Europeia, propulsionado pelo Relatório de Delors, foi assinado em fevereiro de 1991 em Maastricht na Holanda, entrando somente em vigor em novembro de 1993, ocasião em que foi de fato ratificado por todos os Estados-membros. Com a aprovação do Tratado, constituiu-se a base econômica

²¹³ Este relatório, desenvolvido pelos Chefes de Estados europeus presentes no encontro do Conselho Europeu de 1988 e assinado em 1989 em Madrid, delimitou as bases da fundação do euro. O relatório mencionava, entre outras coisas, que a economia europeia era suficientemente conectada para que uma união monetária entre os países fosse de fato caracterizada.

²¹⁴ Sobre o Instituto Monetário Europeu, consultar seção 10.3.

e monetária da União anexando-se a ele o estatuto do Sistema Europeu de Bancos Centrais e o Banco Central Europeu. Além disso, o Relatório de Delors ambicionava uma instituição independente que pudesse estabelecer a política monetária da União.

Com isto, o Conselho Europeu modificou algumas cláusulas do Tratado de Roma em dezembro de 1991 para poder incluir a idéia de união sugerida pelos países participantes. Em 1995, foi acordado entre os países que a união monetária começaria funcionar a partir de 1 de janeiro de 1999, onde o euro seria a moeda única da região. Em seguida, os Estados-membros estabeleceram a criação do Banco Central Europeu em 1998. Neste contexto, o BCE substituiu formalmente o Instituto Monetário Europeu, mas somente começou a exercer seus poderes, uma vez que o euro havia sido introduzido em 1999; ou seja, depois da oficialização da União Econômica e Monetária.

No âmbito do processo histórico, o BCE é a maior entidade supranacional surgida na Europa nos últimos 40 anos. Sua origem contribuiu de forma decisiva para o campo político, monetário e científico, dado que sua criação proporcionou a novos estudiosos uma ampla gama de oportunidades para que suas hipóteses fossem testadas (Richmond e Heisenberg, 1999). Além disso, baseando-se no princípio da subsidiariedade²¹⁵, o BCE foi criado para encarregar-se de tarefas que fossem unicamente comuns aos interesses dos Estados-membros. Deste modo, a entidade passa a assumir a responsabilidade pela condução da política monetária da Eurozona, a segunda maior zona econômica depois da economia estadunidense.

10.3. ESTRUTURA DO BANCO CENTRAL EUROPEU

A estrutura do Banco Central Europeu está intrinsecamente ligada ao Tratado de Maastricht já que estabelece os acordos institucionais da política

²¹⁵ Em termos gerais, o princípio da subsidiariedade visa garantir um grau de autonomia a uma autoridade subordinada, em face de uma instância superior, ou a um poder local face ao poder central. Portanto, trata-se de uma repartição de competências entre diversos níveis de poder, princípio que constitui a base institucional dos Estados-membros.

monetária da União Europeia. Em linhas gerais, o Tratado de Maastricht criou o Instituto Monetário Europeu (IME²¹⁶) para funcionar com uma instituição que pudesse coordenar os trabalhos de preparação para o terceiro estágio da União Econômica e Monetária e a introdução de uma moeda única, o euro.

O IME desempenhava um papel significativamente consultivo, uma vez que era responsável por recomendar as políticas a serem adotadas pelo BCE. Quando estas políticas não eram aceitas pela unanimidade dos Estados-membros, o instituto trabalhava em prol de revisá-las e reformulá-las para que fossem, então, aceitas. Desde sua criação, o IME vinha conseguindo desenvolver políticas operacionais que fossem acordadas pela unanimidade dos países participantes. Com uma cuidadosa abordagem baseada na transparência e na credibilidade, O IME vinha conseguido fortificar o processo de unificação monetária.

Uma das características principais do IME era o desenvolvimento de uma política operacional comum para o Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC²¹⁷). Deste modo, podemos considerar o Eurosistema²¹⁸ como parte integrante do SEBC já que este vem desempenhando as funções dos Estados-membros da zona do euro. Além de cumprir as funções de manter a estabilidade de preços através de uma política monetária equilibrada, o Eurosistema também é responsável por garantir a estabilidade do sistema financeiro em toda a Eurozona²¹⁹.

O BCE decidiu pela formação de um sistema que desempenhasse as funções relativas às decisões dos países da Eurozona devido à imensidão da sua

²¹⁶ Instituído a partir do Tratado de Maastricht, o IME existiu apenas durante o segundo estágio da UEM. Na realidade, entrou em operação em janeiro de 1994 encerrando suas atividades em junho de 1998, ocasião em que o BCE entrou em funcionamento, substituindo-o.

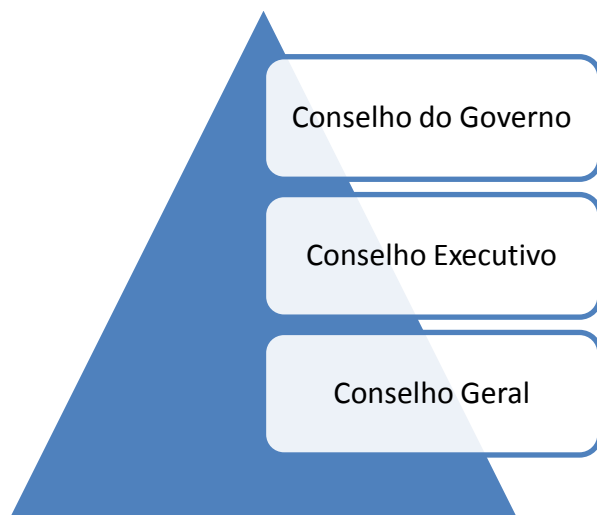
²¹⁷ O SEBC está constituído pelo BCE e os Bancos Centrais Nacionais (BCNs) da União Europeia.

²¹⁸ Em concreto, o termo Eurosistema refere-se ao BCE e aos Bancos Centrais Nacionais dos estados que utilizam o euro como moeda de circulação. No entanto, os dirigentes dos BCNs dos países da União Europeia que ainda não adotaram o euro não participam das decisões e da execução operacional de política monetária para a área do euro.

²¹⁹ Ou seja, a criação do BCE deu lugar à instauração de um novo marco institucional para a união monetária, que harmoniza uma política monetária única com políticas fiscais e estruturais descentralizadas (Heredia, 2011).

área geográfica, a multiplicidade de línguas e culturas dos Estados-membros e a imensa gama de responsabilidade e funções de cada banco central nacional. A estrutura do BCE é basicamente representada por três Conselhos conforme indica a figura a seguir.

Figura 9. Estrutura do Banco Central Europeu



Fonte: Elaboração própria.

O Conselho de Governo do BCE²²⁰ é considerado a mais alta instância de decisão dentro da entidade sendo composto por seis membros do Conselho Executivo e por 17 governadores dos bancos centrais dos países participantes. Dentre as responsabilidades mais importantes destacam-se a adoção de orientações e medidas que assegurem o desempenho eficaz do Eurosistema e articulação de políticas monetárias na zona euro²²¹.

As reuniões do Conselho de Governo acontecem duas vezes por mês em Frankfurt na Alemanha²²². No primeiro encontro mensal, o Conselho discute os avanços das políticas monetárias da zona euro e toma as decisões relacionadas a estas políticas. Já na segunda reunião, outros assuntos de interesse são debatidos assim como as responsabilidades do BCE e do Eurosistema. As

²²⁰ Ou, simplesmente, denominado Conselho do BCE.

²²¹ Consulte, por exemplo, em ECB (2011a, p.18) e Heredia (2011, p. 34) detalhes adicionais relativos às responsabilidades do Conselho de Governo do BCE.

²²² A sede do BCE está localizada na cidade alemã de Frankfurt.

reuniões do Conselho do BCE não são publicadas em sua íntegra, mas todas as decisões relativas às políticas monetárias são divulgadas através de uma conferência de imprensa, presidida pelo presidente do Conselho, realizada logo após cada encontro.

Por outro lado, o Conselho Executivo é designado a cada período de oito anos sendo formado por um presidente, um vice e outros quatro membros. Todos os membros do Conselho Executivo são escolhidos pelo Conselho Europeu. As principais responsabilidades do Conselho Executivo são a preparação dos encontros do Conselho do Governo, implantar as políticas monetárias, dar instruções relativas à zona do euro para os bancos centrais nacionais, entre outras tarefas.

O Conselho Geral, por sua vez, é composto pelo presidente do BCE, o vice, e todos os 27 presidentes dos bancos centrais dos Estados-membros. Deste modo, o Conselho Geral está composto de 17 estados da zona euro e outros 10 países da UE. Os membros do Conselho Executivo, o presidente do Conselho da União Europeia²²³ e um membro da Comissão Europeia²²⁴ poderão assistir às reuniões do Conselho Geral, mas nenhum destes membros terá direito a voto.

Por ser considerado um órgão de transição, o Conselho Geral se responsabiliza pelas tarefas assumidas pelo IME que o BCE passa a ser obrigado a realizar após a terceira fase da UEM. Além disto, são atribuídas a este Conselho Geral as tarefas de obtenção estatística, preparação do informe anual do BCE, prestar informações sobre as operações realizadas pelos BCNs, etc.

A estrutura organizativa do BCE reflete as tarefas, descritas no Tratado de Maastricht, que devem ser desempenhadas pela instituição. Estas tarefas são sumariamente divididas em atividades de *“core processes”* e *“enable processes”*.

²²³ É no âmbito do Conselho da União Europeia, conhecido informalmente como Conselho da UE, que os ministros de cada Estado-membro se reúnem para adotarem legislação e assegurarem a coordenação das políticas da região. Detalhes adicionais no portal da União Europeia disponível em: http://europa.eu/index_pt.htm.

²²⁴ A Comissão Europeia é uma das principais instituições da UE. Além de representar os interesses da região, a Comissão prepara os projetos de legislação e assegura a execução das políticas e dos fundos da UE. Detalhes adicionais no portal da União Europeia disponível em: http://europa.eu/index_pt.htm.

Dentre as tarefas de *core processes* estão àquelas vinculadas à confecção de papel moeda, ao mercado de operação, a estabilidade financeira, a pesquisa, etc. Por outro lado, as tarefas de *enable processes* estão relacionadas à prestar apoio ao Conselho Executivo, prestar serviços de auditoria interna, recursos humanos, orçamentário, etc.

Em definitiva, o Conselho de Governo é responsável por formular a política monetária para a zona euro enquanto o Conselho Executivo responsabilizasse por executá-las. O SEBC é um dos sistemas mais independentes de bancos centrais do mundo. O Tratado de Maastricht assegura que o SEBC não poderá ser influenciado politicamente pelos Estados-membros a desenvolver políticas inapropriadas que não estejam de acordo com os interesses da UE. Logo, o BCE, por representar um conjunto de Estados democráticos deve buscar minimizar que suas decisões afetem um determinado Estado-membro política ou economicamente.

10.4. POLÍTICA MONETÁRIA DO BANCO CENTRAL EUROPEU

A política monetária do BCE é significativamente importante para o desenvolvimento econômico e político da zona euro. Deste modo, para uma melhor compreensão da atuação do BCE, apresentamos, na próxima seção, uma breve exposição dos objetivos da política monetária, descrevendo em seguida sua estratégia de decisão, para posteriormente apresentar os aspectos relativos à transparência, à comunicação e à credibilidade.

10.4.1. Objetivos fundamentais

Desde janeiro de 1999, o BCE tem sido a entidade supranacional responsável pela condução da política monetária para os países da área do euro, ocasião em que a moeda única fora instituída na região. A base legal para a formulação e a execução da política monetária cometida ao Eurosistema é o artigo 105.2 do Tratado de Maastricht. Além disso, o Tratado estabelece como objetivo primordial do Eurosistema, em seu artigo 105.1, a manutenção da

estabilidade de preços na zona euro. O estabelecimento deste objetivo é um reconhecimento à evidência acumulada ao longo dos anos, que sugere que a presença de altas taxas de inflação tem efeitos adversos no crescimento e no emprego em longo prazo; enquanto um cenário de estabilidade de preços favorece o funcionamento dos mercados e contribui para a sustentabilidade do crescimento econômico e o aumento do bem-estar social²²⁵.

O Tratado de Maastricht coloca uma clara hierarquia de objetivos para o Eurosistema, atribuindo uma importância fundamental à estabilidade de preços²²⁶. Ou seja, fazendo a política monetária única do BCE convergir sobre este objetivo principal, o Tratado torna bastante claro que assegurar a estabilidade de preços é a maneira mais importante que a política monetária poderá prestar para alcançar um quadro econômico favorável e um elevado nível de emprego para os países da Eurozona.

Convém destacar, entretanto que, ao contrário que sucede em outros bancos centrais (FED, BoE, BoJ), o mandato do BCE é único abrangendo somente o controle da inflação. Diferentemente do FED²²⁷, por exemplo, que não só administra os movimentos dos preços como também têm em conta outros objetivos igualmente importantes dentro de sua política monetária, tais como: a criação máxima de empregos e taxas de juros moderada em longo prazo (Heredia, 2011; Richter e Wahl, 2011).

Outro aspecto importante, que constitui a estratégia da política monetária, diz respeito à plena independência do BCE e dos BCNs que integram o Eurosistema, afiançado pelo artigo 108 do referido Tratado. Portanto, o quadro institucional para a política monetária única estabelece um banco central que

²²⁵ A manutenção da estabilidade de preços evita, por exemplo, a redistribuição arbitrária de riqueza e de rendimento que surge tanto em conjunturas inflacionistas como deflacionistas, em que as tendências de preços variam de formas imprevisíveis. Os grupos mais vulneráveis da sociedade são os que mais frequentemente sofrem com a inflação, dado que as suas possibilidades de cobertura são limitadas (ECB, 2008; ECB, 2011a).

²²⁶ Consultar, por exemplo, Issing (2008; pp. 61-63) e ECB (2011c; pp. 29-34) para uma análise mais pormenorizada da importância da estabilidade de preços.

²²⁷ Veja, por exemplo, *the mission of The Federal Reserve System*. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/mission.htm>.

seja independente de influências políticas²²⁸. A independência reforça a credibilidade do banco central no que se refere a sua capacidade de manter a inflação sobre controle e para ancorar as expectativas de mercado em um nível compatível com a estabilidade de preços, contribuindo desta maneira para a realização de outros objetivos de política econômica, tais como a manutenção de um crescimento sustentado e um elevado nível de emprego.

Não obstante o Tratado de Maastricht estabeleça a manutenção da estabilidade de preços como objetivo primordial do Eurosistema, não se enxerga em seu texto uma definição clara e concreta no que consiste a estabilidade de preços. Em princípio, o Conselho de Governo apresentou uma definição quantitativa para a estabilidade de preços, estabelecendo como referência para o crescimento dos preços um incremento anual inferior a 2%²²⁹, medido através do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC²³⁰) para toda a zona euro²³¹. Posteriormente, o mesmo Conselho esclareceu este objetivo, deixando um pouco mais explícita sua interpretação acerca da estabilidade de preços: se trata, pois de manter taxas de inflação em um nível inferior, todavia próximo a 2% em médio prazo²³². Esta definição quantitativa merece alguns comentários.

Referindo-se a um aumento anual no IHPC inferior a 2% a definição deixa claro que tanto a inflação acima deste nível como a deflação é incompatível com a política de estabilidade de preços. O anúncio quantitativo torna a política

²²⁸ Existem diversos argumentos teóricos e evidências empíricas que demonstram que a credibilidade e os resultados da política monetária melhoram quando ficam excluídos de influências políticas. Consultar, por exemplo, Cukierman (1992) e Posen (1993).

²²⁹ A definição do BCE está alinhada com as definições utilizadas por grande parte dos BCNs da Eurozona antes do início da terceira fase da UEM. Por exemplo, o *Bundesbank* fixou seu objetivo monetário para o período 1997-1998 com um incremento de preços entre 1,5% e 2% em médio prazo. Por sua vez, o *Banque de France* definiu em 1998 a estabilidade de preços como um aumento da taxa de inflação medida pelo IPC inferior a 2% em médio prazo. O *Banco d'Itália* adotou um objetivo semelhante para o mesmo período. Ver detalhes em Duisenberg (2001a).

²³⁰ O IHPC é o indicador de inflação mais apropriado para comparações entre os diferentes países da UE. O seu desenvolvimento decorre da necessidade, expressa no Tratado da UE em relação aos critérios de convergência, de medir a inflação numa base comparável nos Estados-membros.

²³¹ "Price stability is a year-on-year increase in the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) for the euro area of below 2%". (Disponível em: <http://www.ecb.int>).

²³² "The ECB aims at inflation rates of below, but close to, 2% over the medium term". (Disponível em: <http://www.ecb.int>).

monetária da entidade mais transparente, fornecendo um critério mensurável, contra o qual a sociedade pode responsabilizá-lo, em caso de incumprimento. Além disso, o anúncio provê orientação ao público para a formação de expectativas da evolução futura dos preços. A afirmação de que "a estabilidade de preços deverá ser mantida em médio prazo" reflete a necessidade de a política monetária assumir uma orientação prospectiva²³³. Reconhece a existência de volatilidade de curto prazo nos preços, que não pode ser estritamente controlada pela política monetária (ECB, 2008; ECB, 2011a).

10.4.2. Estratégia de decisão

Além da definição quantitativa de estabilidade de preços, a estratégia de política monetária do BCE fornece um enquadramento que garante que o Conselho de Governo avalie toda a informação relevante para a tomada de decisões de política monetária. Portanto, a abordagem global utilizada pelo Conselho do BCE para avaliação da informação relevante na estimativa dos riscos para a estabilidade de preços baseia-se em duas perspectivas analíticas e complementares, referidas como abordagem de dois pilares²³⁴.

A primeira perspectiva (i.e. análise econômica) visa identificar os possíveis riscos para a estabilidade de preços em horizontes de curto e médio prazo, centrando-se no exame da atividade real e das condições financeiras existentes. Os aspectos analisados são uma vasta gama de indicadores da atividade econômica e financeira, de custos e de preços, tanto em nível agregado da área euro como em nível setorial e por países. Todos estes fatores são úteis para avaliar a dinâmica da atividade real e a evolução dos preços, do ponto de vista da interação entre a oferta e a demanda nos mercados de bens, serviços e fatores em horizontes mais curtos. O exercício de projeções macroeconômicas elaboradas por especialistas, juntamente com o estudo das condições correntes,

²³³ "This reflects the consensus that monetary policy cannot, and therefore should not attempt to fine-tune developments in prices or inflation over short horizons of a few weeks or months." (ECB, 2011a; pp. 67-68)

²³⁴ Esta estrutura de dois pilares é o princípio organizativo da análise subjacente às deliberações e decisões de política monetária do BCE, bem como da respectiva comunicação aos mercados financeiros e a sociedade em geral (ECB, 2008).

são utilizadas pelo Conselho do BCE para formar uma idéia da dinâmica da atividade real e dos preços, em horizontes relativamente curtos.

A segunda perspectiva (i.e. análise monetária) tem como finalidade avaliar as tendências inflacionárias, levando-se em conta o fato de que o crescimento da oferta monetária e da taxa de inflação está estreitamente relacionado em horizontes de tempo alargados²³⁵. A análise monetária serve como meio de comparação, numa perspectiva de médio e longo prazo, das indicações de curto e médio prazo fornecidas pela análise econômica²³⁶. De acordo com esta perspectiva, a consecução do objetivo de estabilidade de preços se consolida com a necessidade de se ir cumprindo um objetivo de referência para a taxa de crescimento de um agregado monetário amplo (M3²³⁷), utilizando uma equação quantitativa expressas em taxas de variação:

$$m + v = \pi + y$$

onde m , v , π e y são, respectivamente, as taxas de variação da quantidade de dinheiro, da velocidade de circulação do dinheiro, dos preços e do PIB. O BCE anunciou em dezembro de 1998, um valor de referência de 4,5% para a taxa de crescimento de M3. Estabelecido o objetivo de inflação próximo a 2%, este cálculo assumiu uma taxa de crescimento anual do PIB entre 2% e 2,5%, e uma diminuição anual da velocidade de circulação de M3 entre 0,5% e 1%. Ou seja, uma expansão monetária M3 acima do valor de referência revela riscos ascendentes para a estabilidade de preços. Todavia, é importante destacar que o BCE não promove ajustes de forma mecânica nas taxas básicas de juro. Em

²³⁵ Em longo prazo, o banco central não pode influenciar o crescimento económico alterando a oferta da moeda. É por esta razão que se afirma que a inflação é, em última instância, um fenómeno monetário (ECB, 2008; ECB, 2011a).

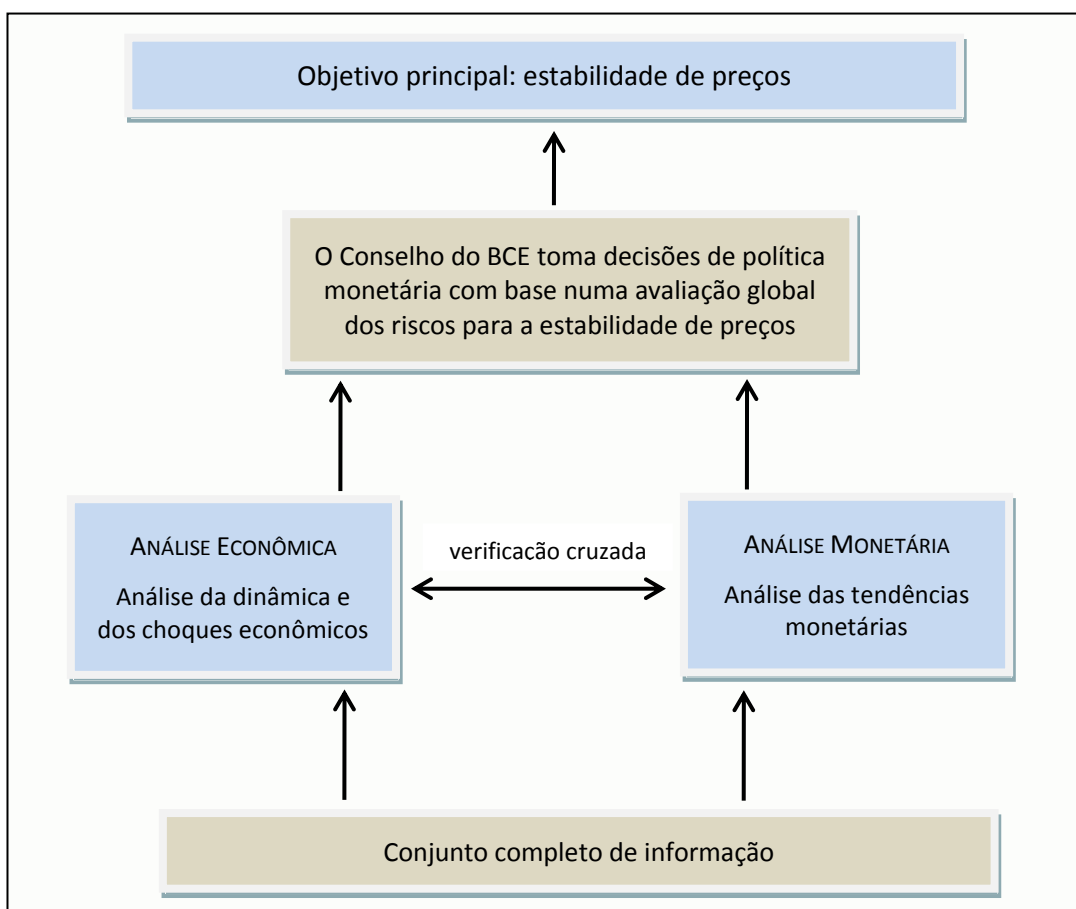
²³⁶ De fato, a tomada de decisões de política monetária e a avaliação das suas consequências, com base não apenas nas indicações de curto prazo resultantes da análise económica, mas também nas considerações relativas à moeda e à liquidez, permitem a um banco central ver mais além do impacto transitório dos vários choques e evitar a tentação de se optar por uma via excessivamente ativista (ECB, 2011a).

²³⁷ O M3 compreende o meio circulante, os depósitos de curto prazo e os instrumentos de dívida de curto prazo dos bancos e de outras instituições financeiras. A escolha do M3 fundamenta-se na evidência de que este agregado monetário manifesta uma relação estreita com o nível de preços.

outras palavras, não existe, nesta abordagem, uma meta de crescimento para o agregado M3, mas uma meta de inflação próxima a 2%.

Estas duas perspectivas sobre o funcionamento da economia oferecem informação complementar, permitindo a verificação cruzada das indicações da análise econômica de mais curto prazo com as da análise monetária de mais longo prazo, assumindo vantagens comparativas. A verificação cruzada assegura que a política monetária não ignore informação importante para a avaliação de tendências futuras dos preços, explorando todas as complementaridades existentes entre os dois pilares. Portanto, esta é a melhor maneira de garantir que toda a informação relevante para a avaliação das perspectivas para os preços seja utilizada de forma consistente, facilitando o processo de tomada de decisão. (González-Páramo, 2007; ECB, 2008; ECB, 2011a).

Quadro 5. - Os dois pilares da estratégia de política monetária do BCE



Fonte: ECB (2008; 2011a) com adaptações.

Em síntese, o Conselho do BCE toma decisões sobre a orientação de política monetária com base numa avaliação global dos riscos inerentes para a estabilidade de preços, contrastando as indicações procedentes da análise económica com as obtidas da análise monetária (quadro 5). Ao realizar este contraste são considerados todos os aspectos complementários existentes entre os dois pilares. O cruzamento dos resultados da análise económica e monetária garante uma avaliação global consistente, reduzindo-se o risco de erros de política decorrentes de uma concentração excessiva num único indicador, modelo ou previsão (ECB, 2010a; ECB, 2011a).

10.4.3. Transparência, comunicação e credibilidade

Um aspecto essencial à estratégia de política monetária do BCE se refere à transparência e à comunicação. Para ser eficaz em sua política monetária, o BCE depositou grande ênfase na responsabilização, na transparência e na comunicação das suas medidas de política e dos fundamentos económicos subjacentes às suas decisões aos participantes dos mercados financeiros e a sociedade em geral.

A responsabilização constitui um elemento fundamental da legitimidade democrática, impondo disciplina ao banco central para que este desempenhe suas funções da melhor maneira possível. Por força do Tratado da UE, o BCE tem a atribuição estatutária de manutenção da estabilidade de preços, sendo a entidade responsável perante os cidadãos e perante o Parlamento Europeu²³⁸, que constitui a única instituição diretamente eleita pelos cidadãos europeus. O Tratado contém ainda vários requisitos de prestação de contas pelo BCE, exigindo apresentação regulares ao Parlamento Europeu a fim de assegurar a responsabilização.

Ainda que distinto, o tema da transparência incorre em outro tópico estreitamente relacionado com a responsabilização. A transparência pode ser

²³⁸ O Parlamento Europeu é a instituição parlamentar da UE, eleito por um período de cinco anos por sufrágio universal direto pelos cidadãos dos Estados-membros. Detalhes adicionais no portal da União Europeia disponível em: http://europa.eu/index_pt.htm.

definida como uma conjuntura em que o banco central disponibiliza ao público e aos mercados toda a informação relevante sobre a sua estratégia, avaliações e decisões de política, bem como os seus procedimentos, fazendo-o de forma aberta, clara e oportuna (ECB, 2011a). Deste modo, a transparência aumenta a eficácia da política monetária, fomenta a credibilidade, impõe autodisciplina aos responsáveis de política e orienta os mercados (Pateiro e García, 2009).

Atualmente, a maioria dos bancos centrais, incluindo o BCE, considera a transparência um componente decisivo de política monetária, enfatizando a importância da comunicação e da interação apropriada ao público. Em última instância, todos os esforços para reforçar a transparência têm como objetivo assegurar que a política monetária seja compreendida da melhor maneira possível pela sociedade, tornando a entidade mais credível e eficaz (ECB, 2011a).

A transparência requer que o banco central explique a forma como interpreta seu mandato e que seja aberto aos objetivos de política. Isto auxilia a sociedade a acompanhar o desempenho do banco central. Além disso, o banco central necessita explicar o enquadramento analítico empregado para o processo interno de decisão e a avaliação do estado da economia, bem como clarificar os fundamentos econômicos subjacentes às decisões de política. Neste contexto, a transparência pode ser reforçada, fornecendo um enquadramento sistemático para o processo interno de decisão e para a comunicação externa ao público, através de uma estratégia de política monetária anunciada publicamente.

Convém destacar ainda que a preocupação primordial do banco central em termos de transparência é a eficácia da política monetária no cumprimento dos seus objetivos estatutários. A transparência pode, então, tornar a política monetária mais eficaz por fomentar a credibilidade, por impor autodisciplina aos gestores de política, por dar orientação aos mercados financeiros, de maneira a que se possam formar as expectativas de modo mais eficiente e apropriado.

A política de comunicação constitui outro elemento fundamental da transmissão da política monetária. A transparência do BCE em suas comunicações contribui a uma aplicação efetiva e eficaz da orientação da política

monetária. Em geral, a comunicação explica os critérios em que as decisões de política monetária são baseadas, orienta as expectativas de acordo com a avaliação do banco central e ajuda a ancorar as expectativas em níveis compatíveis com a estabilidade de preços. Portanto, a comunicação do BCE é essencial para a aplicação da orientação desejada, já que contribui para que as expectativas do público e dos mercados se ajustem a esta orientação e ao objetivo final da estabilidade de preços (ECB, 2010a).

Por conseguinte, na apresentação da política monetária ao público, devem ser feitas algumas escolhas. A transparência significa mais do que a simples comunicação da informação, exigindo que essa informação seja estruturada para ser compreendida pelo público. Contudo, é bastante difícil na prática fornecer ao público uma comunicação compreensível e exaustiva sobre todos os elementos e aspectos do processo interno de decisão de política monetária, assegurando que esta informação seja devidamente compreendida. Por último, a comunicação eficaz requer ainda que o banco central utilize periodicamente diversos canais para as suas atividades de comunicação²³⁹.

Outro aspecto importante para este debate refere-se à questão da credibilidade. A discussão da credibilidade da política monetária se há convertido em um assunto de grande importância nas últimas décadas. A credibilidade de um banco central com relação a sua aversão à inflação é essencial para a concretização da estabilidade monetária. Há alguns anos que isto foi estabelecido no plano teórico (Kydland e Prescott, 1977; Barro e Gordon, 1983).

Uma política monetária credível constitui o marco para um cenário económico favorável, proporcionando segurança e confiança sobre o funcionamento do regime monetário de curto e longo prazo. Além disso, influi em sua eficácia que aumenta à medida que as políticas praticadas são mais credíveis. À medida que a credibilidade aumenta, os custos de estabilização tendem a diminuir, dado que as políticas credíveis favorecem uma inflação baixa

²³⁹ Ver em ECB (2011a, p. 89) alguns exemplos relativos aos principais canais de comunicação utilizados pela entidade.

e estável, e promovem o crescimento em longo prazo, contribuindo para um melhor intercâmbio entre inflação e produção.

Edwards (1998) e Quispe-Agnoli (2003) definem credibilidade como a probabilidade, inferida pelos agentes econômicos, sobre a manutenção da política monetária anunciada, tendo em conta todas as informações anteriores. Por outro lado, Blinder (2000) afirma que um banco central é credível quando o público acredita no que ele vai fazer o que ele diz. Isto significa que a credibilidade é reforçada se palavras correspondem às ações, o que implica que os bancos centrais devem selecionar suas palavras com muita ponderação. Caso contrário, onde a realidade é bastante distinta de suas expectativas, o banco central poderia colocar em jogo sua credibilidade (González-Páramo, 2007).

10.5. A EXECUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE

A presente seção explica a forma como as decisões de política monetária são executadas utilizando os instrumentos disponíveis. Para alcançar que a orientação da política monetária seja adequada para a manutenção da estabilidade de preços em médio prazo, o Conselho do BCE estabelece as taxas oficiais de juro. Ao fixar as taxas de juro, esta política exerce uma influência significativa sobre as taxas nominais de juro de curto prazo no mercado monetário²⁴⁰, afetando a evolução do nível de preços de diversas formas.

Deste modo, a estratégia de política monetária define qual o nível das taxas de juro necessário para a manutenção da estabilidade de preços, enquanto o quadro operacional determina a forma como atingir este nível de taxas de juro utilizando os instrumentos de política monetária²⁴¹. Em concreto, as decisões de

²⁴⁰ O termo “mercado monetário” refere-se ao mercado no qual o prazo das transações efetuadas é geralmente inferior a um ano. Portanto, o mercado monetário cumpre um papel essencial no mecanismo de transmissão, já que representa o primeiro elemento no processo de transmissão da política monetária onde seu funcionamento fornece informação relevante às autoridades monetárias. (ECB, 2011a; Esteve e Prats, 2011).

²⁴¹ Por esta razão, os bancos centrais tratam de manter uma separação transparente entre as decisões de política e sua execução mediante as operações de política monetária, com a finalidade de evitar que a gestão ordinária de liquidez possa confundir-se com alterações na sinalização (Esteve e Prats, 2011).

política monetária são executadas pelo Conselho Executivo, orientando as taxas de juro de curto prazo do mercado monetário para o nível das taxas de juro estabelecido pelo Conselho de Governo. Logo, o Eurosistema distingue entre, por um lado, as decisões de política monetária do Conselho de Governo e, por outro, a execução pelo Conselho Executivo através dos instrumentos de política monetária²⁴² (ECB, 2008; ECB, 2011a; ECB, 2011b).

O quadro operacional do Eurosistema para a execução da política monetária baseia-se nos princípios estabelecidos pelo Tratado da UE. O artigo 105 do Tratado estipula que, na perseguição dos seus objetivos, o Eurosistema “(...) atuará de acordo com o princípio de uma economia de mercado aberto e de livre concorrência, incentivando a repartição eficaz dos recursos (...)”.

Além disso, foram formulados outros princípios no âmbito da concepção do quadro operacional. O mais importante é o princípio de eficiência operacional, sendo definido como a capacidade do quadro operacional de permitir que as decisões de política monetária se transmitam às taxas de curto prazo da forma mais rápida e precisa possível. A necessidade de assegurar igualdade de tratamento das instituições financeiras e a harmonização das regras e procedimentos são também princípios fundamentais do quadro operacional. Outro princípio importante está relacionado com a descentralização da execução da política monetária. Nestes termos, as operações de política monetária do Eurosistema são normalmente executadas através dos BCNs, o que significa que o BCE coordena as operações, sendo as transações efetuadas *in loco* pelos BCNs. Finalmente, o quadro operacional deve ser consistente com os princípios de simplicidade, transparência, continuidade, segurança e eficiência de custos.

Concisamente, o quadro operacional do Eurosistema compreende três elementos fundamentais²⁴³. Primeiro, o BCE gera as condições das reservas do

²⁴² A clara separação entre as decisões sobre a orientação e a execução de política monetária reduz o risco dos agentes interpretarem erradamente a volatilidade das taxas de juro de curto prazo do mercado monetário, desencadeada por oscilações temporárias da demanda e oferta de liquidez, como um sinal do Eurosistema em termos de política monetária (ECB, 2008).

²⁴³ Veja ECB (2011b) para uma exposição mais detalhada sobre a execução da política monetária.

mercado monetário e orienta as taxas de juro ao fornecer, através das operações de mercado aberto, reservas aos bancos para satisfazerem as suas necessidades transitórias de liquidez. Segundo, duas facilidades permanentes, a facilidade de cedência de liquidez e a facilidade de depósito, são disponibilizadas de forma a possibilitar empréstimos ou depósitos pelo prazo *overnight* em circunstâncias excepcionais. Terceiro, as reservas mínimas obrigatórias aumentam as necessidades de liquidez dos bancos, podendo servir para atenuar choques temporários de liquidez no mercado monetário, reduzindo a volatilidade das taxas de juro de curto prazo. De forma geral, as operações disponíveis (operações de mercado aberto e facilidades permanentes) realizadas pelo BCE²⁴⁴ para a condução da política monetária, sobre um contexto de reservas mínimas obrigatórias são resumidas no quadro 6.

As operações de mercado aberto, que correspondem o primeiro elemento do quadro operacional, representam a via de intervenção mais importante utilizada no mercado monetário. Tais operações desempenham um papel decisivo, já que se controlam as taxas de juro, se sinaliza a orientação da política monetária e se gerencia a situação de liquidez no mercado monetário.

As operações de mercado aberto são conduzidas de modo descentralizado; ou seja, o BCE coordena as operações, mas as transações são levadas a cabo pelos BCNs. Dentre as operações de mercado aberto, as operações principais de refinanciamento (OPR) são consideradas as mais importantes, onde representam o principal instrumento de política monetária²⁴⁵. São operações reversíveis de cedência de liquidez, onde o Eurosistema concede empréstimos às entidades financeiras por um determinado período (normalmente uma semana) e com garantias²⁴⁶, no sentido de proteger de riscos

²⁴⁴ Devemos recordar que estamos utilizando continuamente o termo BCE em sentido geral, considerando que, de forma mais estrita, deveríamos utilizar o termo “Eurosistema”.

²⁴⁵ Cada banco central adota uma taxa oficial de juro para gerir sua política de sinalização. Enquanto o FED utiliza a taxa de juro do *federal funds rate*, o BCE se baseia na taxa das OPR e o BoE, por exemplo, emprega a taxa de juro do *bank rate*.

²⁴⁶ Ressalta-se que as garantias exigidas pelo BCE são bastante variadas incluindo títulos de dívida do setor público e privado para assegurar uma base de ativos abundante às contrapartes de todos os países da Eurozona (ECB, 2011c).

financeiros. Por sua vez, as operações de refinanciamento de prazo alargado (OPRA) são também operações de cedência de liquidez, realizadas numa base mensal e com um prazo de três meses²⁴⁷. Em contraste com as OPR, o montante de liquidez fornecido é definido previamente. Em sequência, as operações de ajuste (OR) não têm periodicidade nem vencimento normalizados, dado que se formulam extraordinariamente com fins específicos para atenuar os efeitos que as flutuações inesperadas de liquidez no setor bancário têm sobre as taxas de juro. Por último, as operações estruturais têm como finalidade ajustar a posição estrutural de liquidez do BCE frente ao sistema bancário.

Quadro 6. Operações de política monetária realizadas pelo BCE					
Operações de política monetária	Tipos de transações		Prazo	Frequência	Procedimento
	Cedência de liquidez	Absorção de liquidez			
Operações de mercado aberto					
Operações principais de refinanciamento	Operações reversíveis	---	Uma semana	Semanal	Leilões standard
Operações de refinanciamento de prazo alargado	Operações reversíveis	---	Três meses	Mensal	Leilões standard
Operações de ajuste	Operações reversíveis Swaps cambiais	Operações reversíveis Depósitos a prazo fixo Swaps cambiais	Não normalizado	Não regular	Leilões rápidos Procedimentos bilaterais
Operações estruturais	Operações reversíveis	Emissão de certificados de dívida	Normalizado /Não normalizado	Regular e não regular	Leilões standard
	Compras definitivas	Vendas definitivas	---	Não regular	Procedimentos bilaterais
Facilidades permanentes					
Facilidade de cedência de liquidez	Operações reversíveis	---	Overnight	Acesso a critério das contrapartes	
Facilidade de depósito	---	Depósitos	Overnight	Acesso a critério das contrapartes	

Fonte: ECB (2011a; 2011b) com adaptações.

²⁴⁷ Através delas se pretende evitar que toda a liquidez do mercado monetário tenha que ser renovada a cada semana, onde as entidades podem diversificar o prazo de vencimento dos seus passivos (Pateiro e García, 2009).

As facilidades permanentes, que pertencem ao segundo elemento do quadro operacional, são aplicadas pelo Eurosistema com objetivo de controlar as taxas de juro de curto prazo no mercado monetário restringindo sua volatilidade. Tais facilidades permanentes têm prazo de maturidade overnight, estando à disposição das contrapartes²⁴⁸, onde as taxas aplicáveis são habitualmente muito menos atrativas do que as taxas praticadas no mercado interbancário²⁴⁹. Ao estabelecer as taxas das facilidades permanentes, o Eurosistema determina o corredor dentro do qual a taxa de juro overnight (a designada taxa “EONIA”)²⁵⁰ poderá flutuar. A facilidade de cedência de liquidez constitui o limite máximo desse corredor, podendo ser utilizada pelas entidades para obterem liquidez pelo prazo overnight, contra entrega de ativos de garantia elegíveis. Por sua vez, a facilidade de depósito constitui o limite mínimo desse corredor, podendo ser empregada para realizar depósitos pelo prazo overnight junto ao Eurosistema.

O gráfico 99 ilustra a evolução das taxas de juro do BCE e das taxas de juro overnight do mercado monetário (EONIA), desde janeiro de 1999. Primeiro, constata-se que a taxa EONIA está dentro dos limites de flutuação estabelecidos pelas taxas das facilidades permanentes (facilidade de depósito; facilidade de cedência de liquidez) do Eurosistema. Segundo, observa-se que a EONIA geralmente se aproxima da taxa principal de refinanciamento em circunstâncias normais, demonstrando a importância dessas operações como o principal instrumento de política monetária (ECB, 2011a). Tal comportamento mudou em outubro de 2008, ocasião em que o Eurosistema adotou medidas não convencionais de política²⁵¹ para conter os efeitos adversos da crise. Terceiro, verifica-se que o diferencial entre as taxas de juro de facilidade permanente

²⁴⁸ Os critérios de elegibilidade das contrapartes aplicáveis nas operações do Eurosistema são muito abrangentes. Em princípio, todas as instituições de crédito localizadas na zona do euro são potencialmente elegíveis.

²⁴⁹ Na realidade, isto constitui um incentivo importante para as entidades financeiras recorrerem ao mercado e apenas utilizarem as facilidades permanentes quando se tiverem esgotado todas as alternativas oferecidas pelo mercado (ECB, 2011c).

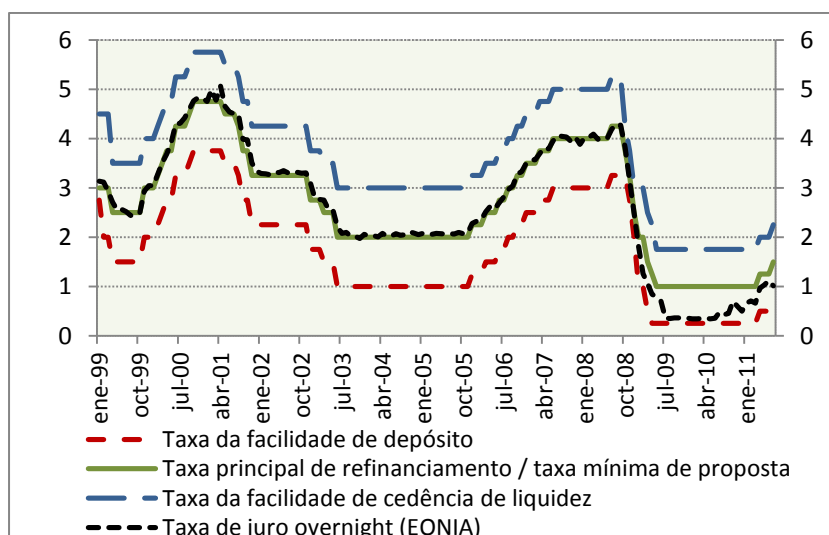
²⁵⁰ O termo EONIA vem do inglês “euro overnight index average” onde é a medida da taxa de juro efetiva prevalecente no mercado interbancário overnight do euro, divulgado pela Federação Bancária Européia.

²⁵¹ Consultar detalhes das medidas não convencionais no capítulo 11.

permaneceu inalterado em ± 100 pontos base, durante abril de 1999 e setembro de 2008. Em seguida, a largura do corredor foi temporariamente reduzida para ± 50 pontos base, para depois ser alargada para 75 pontos base em maio de 2009, permanecendo inalterada pelo Conselho do BCE desde então.

Além disso, o BCE exige que as entidades de crédito mantenham depósitos mínimos obrigatórios em contas abertas nos BCNs: as chamadas reservas “mínimas” ou “obrigatórias”. Deste modo, as reservas mínimas de uma instituição são determinadas como sendo uma fração da base de incidência, que corresponde a um conjunto de responsabilidades do respectivo balanço²⁵².

Gráfico 99. Evolução das taxas de juro do BCE e do mercado monetário



Fonte: Elaboração própria com dados do BCE.

Nota: Última observação, julho de 2011.

A remuneração das reservas mínimas é feita com base na taxa média de leilão das OPR durante o período de manutenção, evitando que tais reservas se tornem uma sobrecarga para as entidades ou que as prejudiquem na aplicação eficiente dos recursos financeiros. As reservas mínimas servem para atenuar os choques temporários de liquidez no mercado monetário. Ou seja, as flutuações das reservas em torno do nível exigido absorvem os choques de liquidez, afetando muito pouco as taxas de juro overnight do mercado. Portanto, a

²⁵² Ou seja, a base de incidência é definida em relação às rubricas do balanço de uma entidade. Consultar detalhes em ECB (2011a, p. 102), que mostra as principais rubricas do passivo incluídas na base de incidência de uma instituição.

necessidade de intervenções frequentes pelo banco central destinadas a estabilizar as taxas de juro se torna bastante reduzida (ECB, 2011a; ECB, 2011c).

O capítulo seguinte se propõe a desenvolver, entre outros aspectos, uma reflexão crítica sobre o papel da política monetária do BCE antes e durante a gestão da crise global, tratando de examinar em que medida as suas atuações caminham ou não em direção à prevenção de crises futuras.

CAPÍTULO 11

O papel do Banco Central Europeu antes e durante a crise global

*"We still have much to learn about
how best to make monetary policy".*

Ben Bernanke,
Chairman of the FED.

11.1. INTRODUÇÃO

A crise financeira global e a sua imediata recessão econômica vêm exigindo respostas de política econômica sem precedentes, por parte das autoridades monetárias e fiscais de todo o mundo. No caso específico do BCE, a entidade agiu com rapidez em resposta à crise, aplicando em suas decisões uma série de medidas convencionais e não convencionais de política monetária para atenuar os efeitos adversos sobre a economia. É preciso, entretanto, desenvolver uma reflexão mais criteriosa em torno dessas medidas tomadas, já que, ainda que fossem necessárias, não garantem um seguro concreto contra futuras crises.

Por outro lado, a recente crise desencadeou a necessidade de melhor compreender a conexão entre o setor financeiro e a macroeconomia, bem como o papel que os bancos centrais podem desempenhar em resposta a questões de estabilidade financeira, de preços de ativos e, em particular, como tal função se articula com a atual condução da política monetária.

Nos últimos anos, em geral, a condução da política monetária vinha sendo guiada pelo objetivo fundamental da estabilidade de preços, objetivo que se revelou insuficiente para garantir a estabilidade financeira. Portanto, a crise global tornou evidente que garantir a estabilidade de preços não representa uma condição *suficiente*²⁵³ que assegure a estabilidade financeira (Carney, 2009; Noyer, 2011; Smaghi, 2011; White, 2006). Ou seja, um regime de metas de inflação não assegura, em hipótese alguma, a estabilidade financeira (Svensson, 2010). Neste contexto, a política monetária deve defender a estabilidade financeira atuando de forma mais simétrica contribuindo para atenuar a acumulação de possíveis desequilíbrios financeiros (Caruana, 2011).

Desde uma perspectiva normativa, este capítulo tem por objetivo desenvolver uma reflexão crítica sobre o papel da política monetária do BCE antes e durante a gestão da crise global, avaliando em que medida as suas

²⁵³ Grifo meu.

atuações de política caminham em direção à prevenção de crises futuras ou, simplesmente, a suavização dos efeitos adversos sobre a economia. O capítulo se estrutura em quatro seções, além desta introdução e considerações finais. A primeira seção descreve a condução da política monetária durante os primeiros anos de existência anteriores a crise. A parte seguinte analisa as respostas de política monetária do BCE durante a crise global, entendendo-se como o período compreendido entre outubro de 2008 a dezembro de 2010, tomando como base os relatórios oficiais divulgados pela entidade. A terceira seção trata da temática da política monetária e dos preços dos ativos, considerando ainda questões relativas ao BCE e à estabilidade financeira. A seção seguinte aborda assuntos importantes da atualidade relacionados às reformas de Basiléia III e o novo enfoque macroprudencial, estabelecido recentemente na UE para restringir o risco sistêmico. Reservamos a última parte para expor as considerações finais.

11.2. A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA DURANTE 1999-2007

Desde sua criação em janeiro de 1999, a condução da política monetária do BCE tem sido guiada pelo objetivo principal da manutenção de estabilidade de preços em médio prazo²⁵⁴. Os primeiros anos de experiência do BCE revelam uma preocupação incessante, por parte da autoridade monetária, em garantir a manutenção dos preços nos países da Eurozona em níveis equilibrados.

Durante seus mais de dez anos de existência, pode-se afirmar que o BCE vem conseguindo obter um êxito relativo quanto ao cumprimento do objetivo do controle de preços, dado que a taxa de inflação medida pelo IHPC em toda Eurozona se manteve próxima a sua taxa de referência de 2%²⁵⁵; ainda que ligeiramente por em cima em boa parte dos casos, com exceção observada em 2008 e 2009 (ver tabela 20). O aumento da inflação mundial em 2008, como consequência da alta dos preços do petróleo e dos alimentos resultou no incremento da taxa IHPC que, pela primeira vez, variou de forma significativa em

²⁵⁴ Consultar seção 10.4 do capítulo 10 para mais detalhes.

²⁵⁵ Destacamos que são as mesmas conclusões obtidas em Ossa (2009) e Pateiro e García (2009).

relação à taxa proposta de referência (Ossa, 2009). Não obstante a adoção de reduções expressivas nas taxas oficiais de juro pelo BCE durante a crise, os efeitos adversos da desaceleração econômica global fizeram com que o índice IHPC se distanciasse novamente em 2009 em relação à taxa de referência.

Tabela 20. Taxa anual de inflação na Eurozona

Ano	%
1999	1,1
2000	2,1
2001	2,3
2002	2,3
2003	2,1
2004	2,1
2005	2,2
2006	2,2
2007	2,1
2008	3,3
2009	0,3
2010	1,6
2011	2,7

Fonte: Elaboração própria com dados do BCE.

Notas: a) Inflação medida pelo IHPC; b) Valor provisório para 2011.

Nos primeiros anos da UEM, o Conselho do BCE avaliou a orientação da política monetária em reuniões realizadas quinzenalmente. No entanto, em novembro de 2001 o mesmo Conselho decidiu como regra doravante, considerar a orientação da política monetária em sua primeira reunião mensal. Neste sentido, foi anunciado que a decisão sobre as taxas oficiais de juro seria normalmente procedente deste primeiro encontro; enquanto a segunda reunião mensal seria reservada para tratar de assuntos relacionados com outras tarefas e responsabilidades do Eurosistema (ECB, 2011a).

De forma geral, a condução da política monetária do BCE pode ser dividida em seis fases distintas desde sua criação²⁵⁶ (ver quadro 7). A primeira fase corresponde à transição dos países para a UEM referente aos primeiros meses de 1999, ocasião em que a taxa das operações principais de refinanciamento²⁵⁷ foi reduzida em 50 pontos base em abril de 1999. A segunda fase diz respeito ao

²⁵⁶ Empregamos a mesma separação das fases utilizadas em ECB (2011a, pp. 117-129) com algumas adaptações.

²⁵⁷ Corresponde à taxa oficial de juro aplicada pelo Eurosistema às suas operações principais de refinanciamento. Consultar detalhes adicionais na seção 10.5 do capítulo 10.

período entre abril de 1999 e outubro de 2000, circunstância em que a referida taxa principal de refinanciamento alcançou 4,75%. A terceira fase, por sua vez, é relativa à etapa entre outubro de 2000 a junho de 2003, ocasião em que o Conselho do BCE optou pela redução da taxa principal para 2%.

Quadro 7. Evolução das taxas oficiais de juro durante as seis fases

Fases	Vigência a partir de	Operações principais de refinanciamento	Facilidade de depósito	Facilidade de cedência de liquidez
Fase I	1-Jan-1999	3,00	2,00	4,50
	9-Abr-1999	2,50	1,50	3,50
Fase II	9-Abr-1999	2,50	1,50	3,50
	5-Nov-1999	3,00	2,00	4,00
	4-Fev-2000	3,25	2,25	4,25
	17-Mar-2000	3,50	2,50	4,50
	28-Abr-2000	3,75	2,75	4,75
	9-Jun-2000	4,25	3,25	5,25
	1-Set-2000	4,50	3,50	5,50
	6-Out-2000	4,75	3,75	5,75
Fase III	6-Out-2000	4,75	3,75	5,75
	11-Mai-2001	4,50	3,50	5,50
	31-Ago-2001	4,25	3,25	5,25
	18-Set-2001	3,75	2,75	4,75
	9-Nov-2001	3,25	2,25	4,25
	6-Dez-2002	2,75	1,75	3,75
	7-Mar-2003	2,50	1,50	3,50
	6-Jun-2003	2,00	1,00	3,00
Fase IV	6-Jun-2003	2,00	1,00	3,00
	6-Dez-2005	2,25	1,25	3,25
Fase V	6-Dez-2005	2,25	1,25	3,25
	8-Mar-2006	2,50	1,50	3,50
	15-Jun-2006	2,75	1,75	3,75
	9-Ago-2006	3,00	2,00	4,00
	11-Out-2006	3,25	2,25	4,25
	13-Dez-2006	3,50	2,50	4,50
	14-Mar-2007	3,75	2,75	4,75
	13-Jun-2007	4,00	3,00	5,00
	9-Jul-2008	4,25	3,25	5,25
Fase VI	15-Out-2008	3,75	3,25	4,25
	12-Nov-2008	3,25	2,75	3,75
	10-Dez-2008	2,50	2,00	3,00
	22-Jan-2009	2,00	1,00	3,00
	11-Mar-2009	1,50	0,50	2,50
	8-Abr-2009	1,25	0,25	2,25
	13-Mai-2009	1,00	0,25	1,75
	13-Abr-2011	1,25	0,50	2,00

Fonte: Elaboração própria com dados do BCE.

Diante de um contexto de pressões inflacionárias administradas, a quarta fase refere-se ao período, entre junho de 2003 e dezembro de 2005, em que as taxas oficiais de juro do BCE permanecem inalteradas por mais de dois anos, subindo 25 pontos base apenas em dezembro de 2005. Considerando um contexto inflacionário crescente, combinado com uma rápida expansão da oferta da moeda e do crédito, a quinta fase (dezembro de 2005 a julho de 2008) é marcada por um período em que o grau da acomodação da política monetária foi substancialmente reduzido, resultando em um aumento gradual nas taxas oficiais de juro.

Finalmente, tendo em conta um cenário em que as tensões financeiras derivadas da crise tinham enfraquecido as perspectivas económicas e diminuído os riscos inerentes para a estabilidade de preços, a sexta fase²⁵⁸ (outubro de 2008 a abril de 2011) é distinguida: primeiramente por um período²⁵⁹ em que o Conselho do BCE, em ações coordenadas com outros bancos centrais²⁶⁰, decidiu reduzir rapidamente a taxa principal de refinanciamento em 325 pontos base para 1%; por outro período²⁶¹ em que o mesmo Conselho manteve inalteradas as taxas oficiais de juro em níveis bastante reduzidos durante quase dois anos, na tentativa de conter os efeitos adversos e estimular as economias afetadas, aumentando apenas 25 pontos base somente em abril de 2011.

11.2.1. Primeira fase - janeiro a abril de 1999

O processo de convergência que geriu a terceira fase da UEM foi concluído satisfatoriamente quando o BCE assumiu a responsabilidade pela condução da política monetária no início de janeiro de 1999. Naquela ocasião, a estabilidade de preços havia sido alcançada em todos os países da Eurozona, permitindo ao Conselho do BCE dar início as suas operações diante de um

²⁵⁸ A sexta fase, que engloba a fase sistêmica da crise, será tratada posteriormente na seção 11.3. Mesmo que sejam incluídos nesta fase os primeiros meses de 2011, nossa análise, em relação às respostas de política do BCE, delimita-se apenas até o mês de dezembro de 2010.

²⁵⁹ Outubro de 2008 a maio de 2009.

²⁶⁰ Ver detalhes no gráfico 7 do capítulo 2 sobre a evolução recente das taxas oficiais de juro do bancos centrais nas principais economias.

²⁶¹ Maio de 2009 a abril de 2011.

contexto em que as taxas de juro estavam em níveis bastante baixos. Deste modo, a taxa de juro das operações principais de refinanciamento foi definida em 3%, enquanto a taxa de facilidade de depósito e a taxa de cedência de liquidez foram fixadas em 2% e 4,5%, respectivamente (veja quadro 7).

No primeiro trimestre de 1999, uma combinação de fatores que já tinha afetado os países da zona euro contribuiu para reduzir os riscos para a estabilidade de preços. A inflação mensal anual medida pelo índice IHPC estava abaixo de 1%, em parte, devido a uma queda significativa nos preços do petróleo e a desregulamentação no setor de serviços. Neste ambiente de inflação reduzida, os riscos inerentes para desaceleração do crescimento económico surgiram como consequência da fraca demanda externa, decorrentes da crise asiática de 1997 e da queda na confiança que se seguiu após a crise russa de 1998. Por conseguinte, foi se tornando, cada vez mais evidente, que os riscos para a estabilidade de preços em médio prazo eram descendentes. Considerando estas considerações, o Conselho do BCE decidiu em 8 de abril de 1999 reduzir pela primeira vez a taxa das operações principais de refinanciamento em 50 pontos base, para 2,5%. Na mesma ocasião, o Conselho baixou a taxa de facilidade de depósito e a taxa de cedência de liquidez para 1,5% e 3,5%, respectivamente (González-Páramo, 2007; ECB, 2011a).

11.2.2. Segunda fase - abril de 1999 a outubro de 2000

Posteriormente, tornou-se notório, a partir de meados de 1999, que o crescimento económico tinha condições de acelerar significativamente no segundo semestre daquele ano e durante o ano subsequente. De fato, a maior parte dos indicadores económicos reais apontava para uma tendência de recuperação económica²⁶².

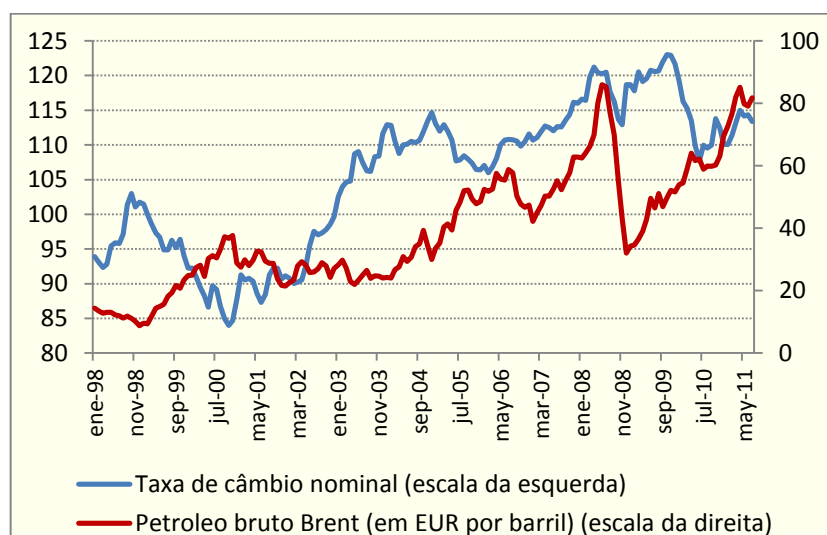
Concretamente, naquela ocasião se registraram perturbações substanciais sobre o aumento dos preços. Num primeiro momento, o impacto mais intenso veio da combinação de um forte incremento do preço do petróleo

²⁶² Veja em ECB (2011a, p. 121) detalhes sobre a evolução do crescimento económico dos países.

associado a um aumento generalizado dos preços de importação, que refletiram na evolução da taxa de câmbio do euro, que se depreciou consideravelmente (gráfico 100). Em consequência, a inflação medida pelo IHPC subiu gradualmente, chegando a atingir níveis superiores a 2%, limite superior da definição de estabilidade de preços permitida pelo Eurosistema (ver gráfico 101).

Tendo em conta a aceleração do crescimento económico, o boom existente nos mercados de ativos, a acumulação de liquidez com crescimentos de M3 próximos a 6% e, um crescimento dos empréstimos ao setor privado em torno de 10% (veja gráfico 102), o Conselho do BCE decidiu aumentar progressivamente as taxas oficiais de juro em um total de 225 pontos base entre novembro de 1999 e outubro de 2000 (ver quadro 7). Tratava-se, portanto de evitar que as perturbações afetassem as expectativas de inflação em médio e longo prazo. Em definitiva, as informações fornecidas, tanto pela análise económica como pela análise monetária, justificavam aquela orientação para as decisões de política monetária²⁶³ (González-Páramo, 2007).

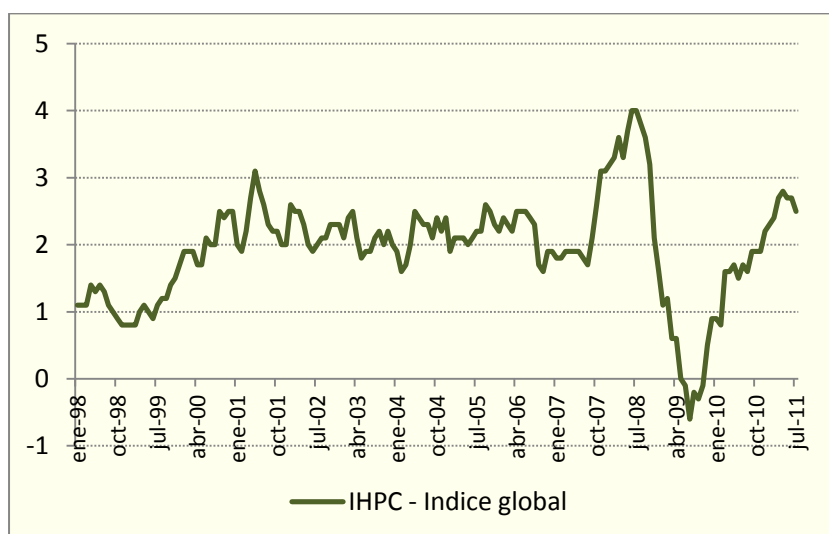
Gráfico 100. Taxa de câmbio efetiva nominal do euro e preços do petróleo



Fonte: Elaboração própria com dados do BCE.

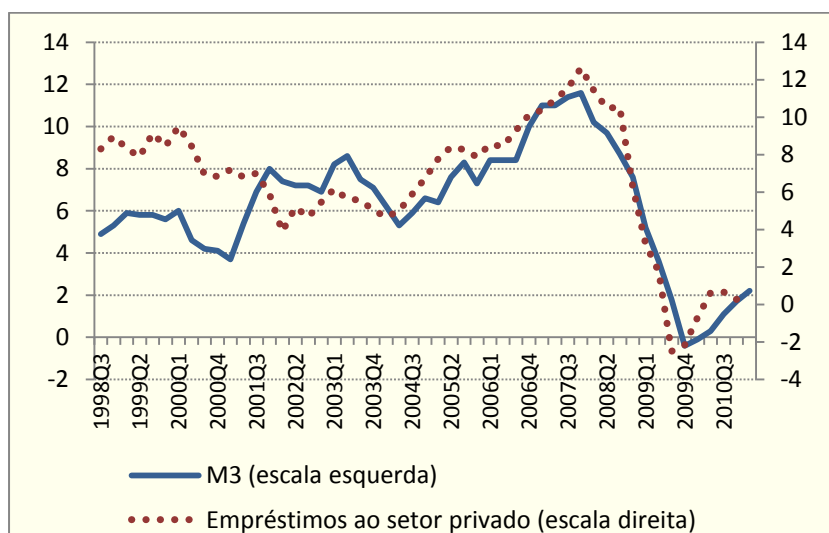
²⁶³ Para uma compreensão mais detalhada sobre os dois pilares da estratégia de decisão de política monetária do BCE, consultar quadro 5 do capítulo 10.

Gráfico 101. Inflação medida pelo IHPC (%)



Fonte: Elaboração própria com dados do BCE.

Gráfico 102. Crescimento do M3 e empréstimos ao setor privado



Fonte: Elaboração própria com dados do BCE.

Nota: Taxa de crescimento trimestral anualizada (%).

11.2.3. Terceira fase - outubro de 2000 a junho de 2003

Durante princípios de 2001 e meados de 2003, o Conselho do BCE optou pela redução gradual das taxas oficiais de juro em 275 pontos base, trazendo a taxa das operações principais de refinanciamento para 2% em junho de 2003. Na realidade, isso foi uma resposta do Conselho de Governo ao declínio contínuo das pressões inflacionárias, provocado principalmente pela deterioração das

perspectivas de crescimento econômico dos países, na sequência dos choques adversos que tinham atingido a economia e os mercados financeiros globais.

Circunstâncias excepcionais como os ataques de 11 de setembro de 2001 levaram a uma elevada incerteza e a uma perda de confiança da sociedade em geral²⁶⁴. Esta eventualidade contribuiu para acelerar a tendência da diminuição da atividade econômica e prejudicar o funcionamento dos mercados financeiros globais. Dada a elevada incerteza, na sequência dos ataques de 11 de setembro, a forte expansão monetária não foi interpretada como um indicativo de riscos elevados para a estabilidade de preços em médio prazo. Além disso, a elevada volatilidade nos mercados fez com que muitos investidores trocassem as posições de investimentos arriscados por ativos monetários seguros, ou seja, ativos financeiros líquidos de curto prazo com grau de risco reduzido. Ao mesmo tempo, o crescimento dos empréstimos ao setor privado, especialmente para sociedades não financeiras, continuou a diminuir em um ambiente que definitivamente subjugava a atividade econômica (ECB, 2011a).

11.2.4. Quarta fase - junho de 2003 a dezembro de 2005

Diante de um contexto econômico de pressões inflacionárias moderadas²⁶⁵, o Conselho do BCE optou por manter, durante os meses de junho de 2003 e dezembro de 2005, as taxas oficiais de juros inalteradas, em níveis historicamente baixos desde então.

No entanto, o mesmo Conselho observou que a manutenção de um excesso de liquidez e a forte expansão do crédito não só constituíam riscos para a estabilidade dos preços, como também para um possível motivo para aumentos insustentáveis nos preços dos ativos, sobretudo, nos mercados imobiliários. Por outro lado, o crescimento econômico continuou sendo

²⁶⁴ Mais precisamente, o Conselho do BCE optou pela redução das taxas oficiais de juro em 50 pontos base em resposta aos ataques de 11 de setembro, em linha com a atuação da Reserva Federal estadunidense e de outros bancos centrais internacionais.

²⁶⁵ Apesar de grandes aumentos nos preços das matérias-primas e energia, bem como incrementos nos impostos indiretos e nos preços administrados, as pressões inflacionistas internas permaneciam contidas durante o período em questão.

comedido, ainda que houvesse um forte dinamismo da evolução monetária e da expansão do crédito ao setor privado, sobretudo para aquisição de vivendas. Além disso, como a evolução dos salários permaneceu moderada durante o período, não havia provas concretas de acumulação de pressões inflacionistas internas na área do euro (González-Páramo, 2007).

11.2.5. Quinta fase - dezembro de 2005 a julho de 2008

Durante dezembro de 2005 e julho de 2008, o Conselho do BCE decidiu pela elevação gradual das taxas oficiais de juro em um total de 225 pontos base, estabelecendo a taxa das operações principais de refinanciamento em 4,25% em julho de 2008. Esta mudança sobre a postura acomodatória da fase anterior se justificava, em parte, para enfrentar os riscos intrínsecos a estabilidade de preços, em um cenário de crescimento econômico e de rápida expansão da oferta monetária e do crédito ao setor privado nos países da Eurozona.

Em concreto, a análise monetária deu os primeiros vestígios de riscos ascendentes para a estabilidade de preços em médio e longo prazo. Particularmente, o crescimento vigoroso do crédito, a partir de meados de 2004, repercutiu o efeito estimulante tanto do nível das taxas de juro reduzidas como, posteriormente, do renovado dinamismo da economia europeia. Ademais, a forte expansão da oferta monetária contribuiu para amplificar a liquidez dos países da zona euro (ECB, 2011a).

Por outro lado, as recomendações da análise econômica eram bastante inconclusivas no início da adequação das taxas oficiais de juro. Contudo, o crescimento econômico na Eurozona ganhou impulso no primeiro semestre de 2006, onde gradativamente tornou-se mais amplo e auto-sustentável, agindo como o principal motor para o aquecimento da demanda interna.

Como resultado dos aumentos expressivos nos preços internacionais do petróleo e dos alimentos no segundo semestre de 2007, a inflação medida pelo IHPC aumentou substancialmente, alcançando valores mensais anualizados superiores a 3% durante todo o primeiro semestre de 2008 (ver gráfico 101). Ou

seja, os riscos para a estabilidade de preços em médio prazo permaneceram concretos e com uma tendência ascendente no primeiro semestre daquele ano. Além disso, a expansão da moeda e do crédito permaneceu de forma muito dinâmica durante todo este período que, apoiada por um crescimento contínuo e robusto dos empréstimos ao setor privado, acrescentou mais fluxos para a liquidez monetária já então bastante acumulada (ver gráfico 102).

Quando os primeiros sinais de tensões nos mercados financeiros surgiram em agosto de 2007²⁶⁶, o BCE reagiu tempestivamente para evitar qualquer interrupção do mercado interbancário, fornecendo liquidez ilimitada através das operações reversíveis de ajuste²⁶⁷. Nos meses seguintes, o BCE realizou também operações de financiamento complementárias com prazos de vencimento mais amplos (i.e. três a seis meses) com vistas a estimular as entidades a seguir ofertando crédito à economia. Além disso, em vista das tensões que afetavam o mercado de divisas e sobre a base de um acordo de caráter temporal estabelecido com a Reserva Federal (linha de swap), o BCE começou a proporcionar liquidez em dólares estadunidenses respaldado por ativos de garantia denominados em euros (ECB, 2010b; ECB, 2011a).

As operações de injeção de liquidez suplementares realizadas pelo BCE, durante este período de turbulências financeiras, foram facilitadas pelo flexível marco operativo do Eurosistema, que incluem uma larga lista de ativos de garantia e de entidades de contrapartida admitidas para as operações de financiamento. Portanto, todas as medidas adicionais adotadas, durante a primeira fase de turbulências financeiras, puderam ser aplicadas sem a necessidade de modificar os procedimentos já existentes nem as taxas oficiais de

²⁶⁶ As tensões refletiram, principalmente, a falta de confiança entre os participantes do mercado e a incerteza no que diz respeito à solvência financeira e à liquidez das entidades de contrapartida (ECB, 2010b). Consultar mais detalhes sobre a crise no capítulo 2.

²⁶⁷ Tais operações tinham como objetivo garantir que as taxas de juro de curto prazo do mercado monetário se mantivessem em níveis próximos as taxas das operações principais de refinanciamento. Ver seção 10.5 do capítulo 10 para uma compreensão das operações de mercado aberto realizadas pelo BCE.

juro²⁶⁸. Logo, pode-se preservar a função fundamental do mecanismo das taxas oficiais de juro como indicador de formação das expectativas de preços futuros, algo especialmente importante em um contexto de intensificação de pressões inflacionárias (ECB, 2010b).

11.3. RESPOSTAS DE POLÍTICA MONETÁRIA DURANTE A CRISE GLOBAL

A valoração sobre a orientação da política monetária é uma tarefa bastante complexa em circunstâncias normais, tornando-se ainda mais difícil, quando o cenário econômico muda drasticamente e com rapidez existindo um elevado grau de incerteza subjacente.

Seguramente, quando as turbulências financeiras se intensificaram após a quebra do Lehman Brothers em setembro de 2008, a valoração da política monetária teve que ser desempenhada diante de um cenário sistêmico de elevada incerteza. Neste cenário, se desencadeou uma desconfiança generalizada sobre as condições de solvência de qualquer entidade creditícia em nível global, onde o sistema financeiro viveu um dos momentos mais difíceis de sua história (ECB, 2010a; Esteve e Prats, 2011).

Durante este período de incerteza, as entidades financeiras acumularam grandes reservas de liquidez, reduzindo os riscos envolvidos em seus balanços e endurecendo as condições para a concessão de novos empréstimos. A crise também começou a se propagar para a atividade real, produzindo uma rápida e sincronizada deterioração da atividade econômica na maior parte das grandes economias e uma queda livre do comércio exterior global²⁶⁹.

Em resposta as graves tensões observadas nos mercados financeiros decorrentes da crise, o BCE reagiu com tempestividade aplicando, em suas decisões, uma série de medidas convencionais e outras não convencionais de

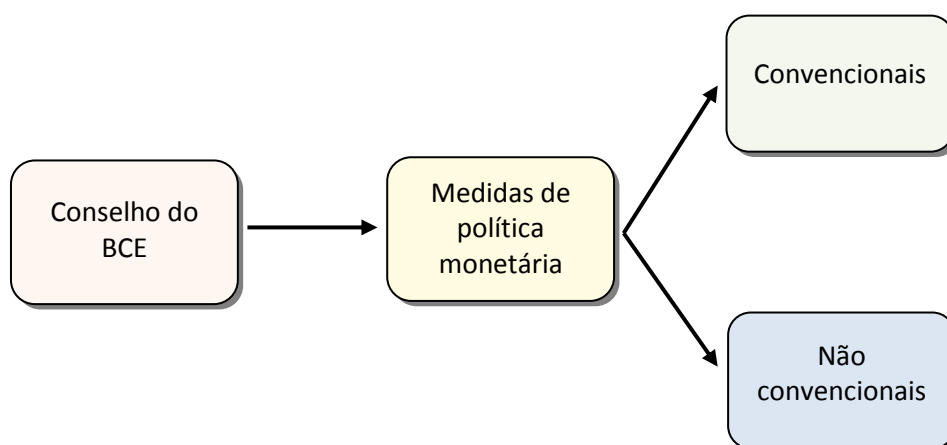
²⁶⁸ Ainda que o Conselho do BCE tenha decidido erroneamente aumentar as taxas oficiais de juro em 25 pontos base em julho de 2008, argumentando riscos inflacionários; diante de um contexto adverso de insuficiência de liquidez e débil crescimento econômico. Veja, por exemplo, comentários adicionais em Esteve e Prats (2011), Pateiro e García (2009) e Richter e Wahl (2011).

²⁶⁹ Consultar capítulo 5 para detalhes dos efeitos da crise sobre a economia real.

política monetária, a fim de preservar a estabilidade de preços, estabilizar a situação financeira e limitar o contágio *vis-à-vis* a economia real (figura 10).

Dentre as medidas convencionais do BCE, destacamos a redução das taxas oficiais de juro que, mediante ações coordenadas e históricas com outros bancos centrais internacionais²⁷⁰, reduziu em 325 pontos base a taxa das operações principais de refinanciamento durante um curto período de sete meses²⁷¹, até situá-la em um nível de 1%; valor, até então, desconhecido para os países da zona euro nas últimas décadas.

Figura 10. Respostas de política do BCE frente à crise global



Fonte: Elaboração própria.

Ao mesmo tempo e em conformidade com o objetivo de manutenção da estabilidade de preços, o Conselho do BCE adotou uma série de medidas não convencionais durante a crise, donde destacamos as medidas de apoio reforçado ao crédito e o programa dos mercados de títulos da dívida²⁷². Basicamente, o objetivo destas medidas não convencionais tomadas pelo BCE era apoiar e

²⁷⁰ Consulte, por exemplo, o estudo de Esteve e Prats (2011) que realiza, entre outros aspectos, uma análise comparativa da redução das taxas oficiais de juro adotadas pelo BCE, FED, BoE, entre outros importantes bancos centrais durante a crise.

²⁷¹ Outubro de 2008 a maio de 2009. Consultar redução das taxas no quadro 7.

²⁷² Veja, por exemplo, ECB (2010a), ECB (2010b) e ECB (2011a, pp. 126-128) para detalhes sobre as medidas não convencionais de política monetária.

reforçar o mecanismo de transmissão da política monetária em um contexto de disfuncionalidade dos mercados financeiros²⁷³.

Em concreto, o apoio reforçado ao crédito²⁷⁴ é um conjunto de medidas de política não usuais adotadas pelo BCE com a finalidade de dar suporte às condições financeiras e ao fluxo de crédito, além do que poderia ser alcançado exclusivamente através das reduções nas taxas oficiais de juro (Trichet, 2010a). Esta abordagem foi adaptada especificamente para as circunstâncias particulares da crise global e para a estrutura do sistema financeiro dos países da UEM. Concentra-se, portanto, nas entidades de crédito que são a principal fonte de financiamento para a economia real²⁷⁵. Tais medidas foram adotadas em outubro de 2008 e complementadas em maio de 2009 (ECB 2010a; ECB 2011a).

Mais especificamente, o programa de apoio reforçado ao crédito compreende essencialmente cinco importantes medidas: a) fornecimento de liquidez ilimitada às entidades de crédito da zona euro a uma taxa de juro fixa para todas as operações de refinanciamento, contra prévia entrega de ativos oferecidos em garantia²⁷⁶; b) alargamento do prazo máximo de vencimento das operações de refinanciamento de três meses para até um ano²⁷⁷; c) ampliação da lista de ativos de garantia admitidos nas operações de refinanciamento²⁷⁸; d) provisão de liquidez em moeda estrangeira, especialmente em dólares

²⁷³ Em Esteve e Prats (2011, pp. 19-28) se pode encontrar uma análise comparativa das principais medidas não convencionais tomadas pelo BCE, FED e BoE em resposta à crise; e os reflexos resultantes sobre os balanços dos respectivos bancos centrais. Em síntese, os autores constataam que a expansão dos balanços do BCE há sido mais moderada quando comparada com a expansão dos balanços dos demais bancos centrais.

²⁷⁴ *Enhanced credit support*, em inglês.

²⁷⁵ Sem dúvida, a maior parte do financiamento externo das sociedades não financeiras procede do setor bancário, que é especialmente importante no financiamento para pequenas e médias empresas; que, por sua vez, desempenham um papel essencial na economia da Eurozona.

²⁷⁶ O objetivo desta medida era ajudar as entidades de crédito a satisfazer suas necessidades de financiamento em curto prazo, de modo que pudessem manter a disponibilidade de crédito para as empresas e famílias com taxas de juro acessíveis (ECB, 2010b).

²⁷⁷ A finalidade desta ampliação de prazo era melhorar a situação de liquidez das entidades de crédito, reduzir os diferenciais do mercado monetário e ajudar a manter as taxas de juro do mercado em um nível reduzido.

²⁷⁸ A ampliação da lista de ativos fornecidos em garantia buscava facilitar ainda mais o acesso às operações do Eurosistema em uma tentativa de reduzir as restrições que registravam os balanços das entidades de crédito pelo lado dos ativos (ECB, 2010b).

estadunidenses²⁷⁹; e) realização de aquisições diretas mediante o programa de compras de bônus garantidos²⁸⁰.

Como resultado das medidas não convencionais empregadas durante a crise, a relação entre a taxa principal de refinanciamento e a taxa do mercado monetário permaneceu temporariamente distorcida. Tendo em vista que, em circunstâncias normais, a taxa EONIA acompanha os movimentos da taxa principal de refinanciamento, a procura demasiada dos bancos pela liquidez do BCE nas operações de refinanciamento teve como resultado a taxa da facilidade de depósito em desempenhar um papel maior em direção à taxa EONIA²⁸¹.

Durante 2009, os mercados financeiros mostravam-se, pouco a pouco, alguns sinais de estabilização. Foram reduzidos gradualmente os diferenciais do mercado monetário (ver gráfico 103) sendo reativados os mercados de renda variável e de bônus. As taxas de juro aplicadas pelas entidades a novos empréstimos também desceram praticamente em harmonia com as taxas de juro de mercado. Simultaneamente, se conseguiu sustentar a oferta de crédito a economia real ao atenuar as pressões de financiamento do setor bancário. Deste modo, o Conselho do BCE iniciou em dezembro de 2009 a suspensão gradual das medidas não convencionais²⁸², mantendo, por outro lado, outros elementos do apoio reforçado ao crédito²⁸³. Por último, em coordenação com outros bancos

²⁷⁹ Esta medida visava ajudar as entidades de crédito que registraram um déficit de financiamento massivo em dólares estadunidenses, ante os acontecimentos ocorridos em setembro de 2008.

²⁸⁰ Com este programa (*cover bond purchase programme*), o Eurosistema comprou bônus garantidos emitidos na zona euro por um importe 60 bilhões no período de maio de 2009 a junho de 2010. A finalidade era revitalizar o mercado de bônus garantidos, que é bastante importante na Europa e representa a principal fonte de financiamento para os bancos (ECB, 2011a). Veja, também, detalhes do programa em Richter e Wahl (2011, pp. 12-13).

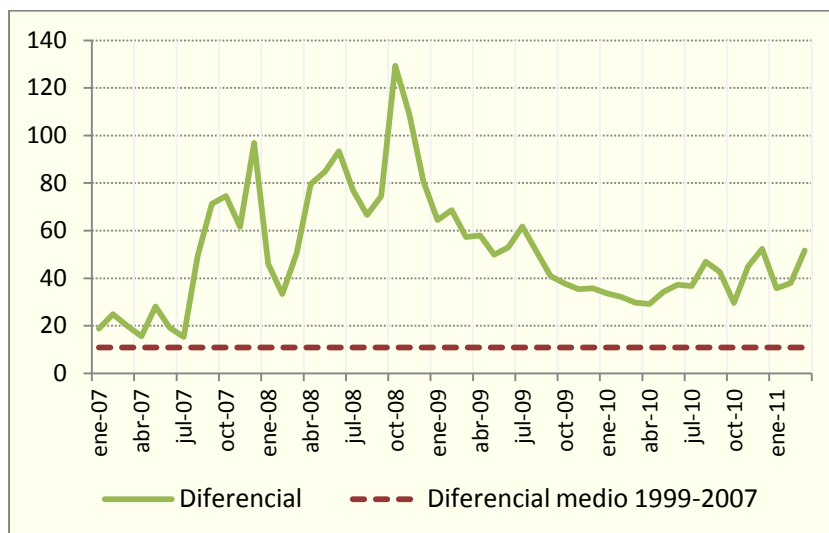
²⁸¹ Consultar o capítulo 10 (gráfico 99) para mais detalhes sobre a evolução das taxas de juro do BCE e do mercado monetário durante a crise.

²⁸² Todas as medidas não convencionais foram idealizadas com a idéia de que seriam posteriormente retiradas. Portanto, a maior parte das medidas seria gradualmente eliminada, caso não fosse adotada uma decisão explícita de prolongá-las (ECB 2010a).

²⁸³ Mais concretamente, o Eurosistema anunciou o fim das operações de refinanciamento de um ano, depois de três dessas operações terem sido lançadas durante 2009. Por sua vez, outras medidas não convencionais foram igualmente eliminadas. Contudo, isto acabou sendo de curta duração em face do aparecimento subsequente de tensões em determinados mercados da dívida soberana (ECB 2011a).

centrais internacionais, o BCE eliminou a fornecimento de liquidez em moeda estrangeira (ECB 2010a, ECB 2010b; ECB 2011a).

Gráfico 103. Diferencial entre o Euribor²⁸⁴ de três meses e a taxa EONIA



Fonte: Elaboração própria com dados do BCE.

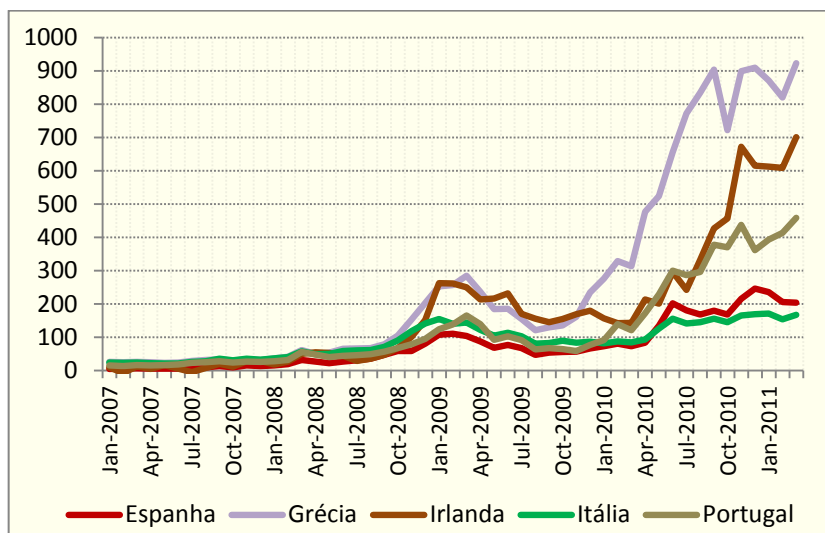
Tensões em alguns segmentos dos mercados financeiros foram observadas em princípios de 2010, concretamente nos mercados da dívida pública da zona do euro. Ou seja, déficits públicos elevados, rápidos aumentos dos ratios da dívida pública em relação ao PIB e crescentes passivos contingentes criaram as condições necessárias para uma completa intensificação da crise financeira (ECB 2010c). Neste contexto, os diferenciais entre a dívida pública em determinados países europeus e os bônus alemães com vencimento para dez anos começaram a aumentar significativamente (veja gráfico 104), dada a crescente preocupação no que se refere à sustentabilidade das finanças públicas, tendo em conta o aumento da dívida e dos déficits orçamentários²⁸⁵. A preocupação chegou a tal ponto que alguns mercados secundários ficaram completamente paralisados. A ampliação dos diferenciais pagos experimentou

²⁸⁴ O Euribor (*European Interbank Offered Rate*) é um índice de referência publicado diariamente que indica a taxa de juro média que as entidades financeiras emprestam dinheiro no mercado interbancário. Calcula-se empregando dados de 42 principais bancos europeus, onde seu valor é amplamente utilizado como referência para os empréstimos bancários.

²⁸⁵ Consultar Anexo I para mais informações relativas à crise da dívida soberana e orçamentária nos países da Eurozona. Veja, também, detalhes em Heredia (2011, pp. 41-43).

uma aceleração impressionante em abril e princípios de maio de 2010, atingindo, naquela ocasião, máximos históricos²⁸⁶.

Gráfico 104. Diferenças entre a rentabilidade da dívida pública



Fonte: Elaboração própria com dados da OECD.

Nota: Diferenças em pontos básicos em relação à rentabilidade dos bônus alemães com maturidade de dez anos.

Deste modo, o BCE anunciou em 10 de maio de 2010 a implantação do programa dos mercados de títulos da dívida, segunda medida não convencional de política monetária em resposta à crise. No âmbito deste programa de caráter temporário, as intervenções do Eurosistema puderam ser realizadas nos mercados de títulos de dívida da zona euro com vistas a garantir profundidade e liquidez nos segmentos de mercados disfuncionais, restabelecendo o funcionamento apropriado do mecanismo de transmissão de política monetária²⁸⁷ (ECB 2010b; ECB 2010c).

²⁸⁶ De fato, a crise do euro foi presenciada desde 2010 em âmbito internacional. Concretamente, Grécia, Irlanda e Portugal e, em menor escala, Espanha e Itália suportaram uma crise de confiança sem precedentes, com ataques especulativos sobre os bônus públicos, turbulências nos mercados, diante de um contexto de negligência e conflito por parte dos Governos da Eurozona para lograr um acordo coletivo que enfrentassem os problemas (Heredia, 2011).

²⁸⁷ Na prática, o *securities markets programme* é efetuado pelos gestores de carteira do Eurosistema através da aquisição de títulos de dívida específicos da Eurozona em intervenções no mercado. Em 31 de dezembro de 2010, o Eurosistema tinha adquirido títulos de dívida num montante total de liquidação de cerca de €73,5 bilhões (ECB 2010c).

Em conformidade com as disposições do Tratado da UE²⁸⁸, todas as aquisições de títulos da dívida pública feitos pelo BCE são estritamente limitadas aos mercados secundários. De forma a garantir que as condições de liquidez não sejam prontamente afetadas, as compras realizadas pelo Eurosistema são totalmente neutralizadas por operações de absorção de liquidez (ECB 2011a).

Concretamente, o artigo 123 do Tratado da UE proíbe expressamente o Eurosistema de conceder qualquer tipo empréstimo aos Estados-membros. Isto denota que qualquer tipo de empréstimo deve ser concedido unicamente por bancos privados. Em outras palavras, o Eurosistema pode emprestar dinheiro aos bancos privados, mas não pode comprar diretamente as obrigações dos Estados.

Deste modo, torna-se evidente as reais limitações do BCE frente a outros bancos centrais²⁸⁹, tendo em conta que a entidade não exerce, desde sua criação, a função de prestador de último recurso; função atribuída como clássica de um banco central. Conforme argumenta Steiger (2004), a ausência da função de prestador de último recurso foi uma das maiores violações que se cometeu na fundação do BCE, já que se trata de um dos princípios básicos que não se deve deixar de ter um banco central.

Mais adiante, o Conselho do BCE reintroduziu algumas medidas não convencionais de política que haviam sido retiradas anteriormente, de modo a evitar que os efeitos de contágio dos mercados domésticos dos títulos da dívida soberana se propagassem a outros mercados financeiros²⁹⁰. Em linhas gerais, pode-se afirmar que as medidas cometidas pelo Eurosistema em resposta à crise ajudaram a sustentar a intermediação financeira na Eurozona por salvaguardar o

²⁸⁸ Veja versão consolidada do tratado sobre o funcionamento da UE, disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/pt/treaties/index.htm>.

²⁸⁹ Consulte, por exemplo, Heredia (2011) e Richter e Wahl (2011) para um exame mais detalhado dessas limitações.

²⁹⁰ Especificamente, o Eurosistema introduziu outra vez o leilão de taxa de juro fixa com colocação total nas operações regulares de financiamento com vencimento para três meses, e realizou uma nova operação de financiamento para seis meses com colocação plena. Ainda foram reativadas, em articulação com outros bancos centrais, as linhas de swap de liquidez temporária com a Reserva Federal. Consultar em ECB (2010c, pp. 286-287) detalhes adicionais.

refinanciamento dos bancos solventes e, de forma parcial, restabelecer, ainda que temporária, a confiança entre os participantes do mercado financeiro²⁹¹.

Em síntese, as medidas não convencionais de política monetária aplicadas pelo BCE revelam-se ações tomadas em resposta a circunstâncias julgadas excepcionais. Entenda-se, portanto que são medidas não usuais de caráter temporário e complementam as medidas de política convencionais, podendo ser ajustadas independentemente do nível prevalecentes das taxas oficiais de juro. Devido ao seu caráter excepcional, tais medidas devem ser retiradas gradualmente quando a situação dos mercados financeiros se regularize e a transmissão da política monetária comece a funcionar com normalidade²⁹².

11.4. POLÍTICA MONETÁRIA, PREÇOS DOS ATIVOS E ESTABILIDADE FINANCEIRA

Na seção precedente, analisamos as respostas de política do BCE em reação as tensões observadas nos mercados financeiros decorrentes da crise global, tratada em detalhes na Parte I deste trabalho. Concisamente, tais respostas da entidade podem ser agrupadas em medidas convencionais e não convencionais de política monetária.

Outro aspecto importante diz respeito à ruptura da bolha de preços dos ativos financeiros e imobiliários que sofreram uma notável redução desde o início da crise. Essa ruptura dos preços dos ativos repercutiu negativamente na evolução do consumo privado através do canal do efeito riqueza, abordado na Parte II deste trabalho.

²⁹¹ Veja, por exemplo, os estudos de Abbassi e Linzert (2011), Giannone *et.al.* (2011) e Lenza *et.al.* (2010) que demonstram empiricamente a efetividade das medidas não convencionais aplicadas durante a crise.

²⁹² Ou seja, manter vigente tais medidas não convencionais durante tempo prolongado provocaria distorções, não gerando os incentivos adequados ao setor bancário que conduzam a um crescimento econômico sustentável e a uma evolução estável dos preços em longo prazo (ECB 2010a).

Deste modo, os preços dos ativos representam um importante elo do mecanismo de transmissão da política monetária de um banco central²⁹³. Por exemplo, quando os preços dos ativos financeiros ou bens imobiliários aumentam, um banco central que tenha por objetivo, uma média ponderada de inflação e um *output gap* deveria elevar suas taxas básicas de juro porque, *ceteris paribus*, o efeito riqueza resultante da elevação dos preços aumentaria a demanda agregada rapidamente, dando lugar a uma intensificação de possíveis pressões inflacionistas²⁹⁴ (Vega, 2010).

11.4.1. Política monetária e preços dos ativos

A crise global nos conduz a uma oportunidade para desenvolver uma reflexão em torno da utilização da política monetária pelo banco central para reagir diante da formação de bolhas especulativas nos preços dos ativos. Ou seja, um rápido e contínuo aumento nos preços e de fácil reversão de uma forma provavelmente perturbadora futura.

Quando surgem bolhas de preços, a informação torna-se confusa considerando que os valores dos ativos podem aumentar para além dos níveis ajustados com os preços de referência. Os preços dos ativos são variáveis bastante importantes em ocasiões usuais, já que são determinados pelas expectativas dos agentes quanto à evolução futura dos retornos subjacentes. No entanto, quando uma bolha se forma as expectativas do potencial produtivo refletem créditos demasiadamente otimistas (Pacheco, 2006; ECB 2011a).

Portanto, uma queda no preço do ativo pode marcar o início de períodos de contração econômica, considerando que as expectativas de retornos excessivos são intensamente corrigidas pelos agentes. Sempre quando a formação de uma bolha é associada ao excesso de crédito e de liquidez, quedas

²⁹³ O mecanismo de transmissão da política monetária consiste em diferentes canais interligados, constituindo uma teia através da qual a política monetária poderá operar. Consultar, por exemplo, Pacheco (2006, p. 10-55) e Garneiro *et.al.* (2011, pp. 14-18) para detalhes adicionais sobre os canais de transmissão da política monetária.

²⁹⁴ Contudo, esta prescrição de política monetária não resulta controvertida entre todos os economistas.

nos preços podem tornar-se motivo de tendências deflacionárias. Após o colapso de uma bolha, a economia pode sofrer um período prolongado de ajuste com taxas de crescimento por debaixo da média até que se estabilize.

Sendo assim, as bolhas de preços representam um importante desafio para a estratégia de política monetária do banco central. Para poder detectar uma bolha especulativa, é necessário ter uma boa compreensão do que seja admissível a avaliação apropriada dos ativos (ECB 2011a). Tais cenários de referência estão sujeitos a um elevado grau de incerteza, tornando bastante difícil aos gestores de política identificar bolhas de preços em tempo real, sobretudo no estágio incipiente de uma bolha²⁹⁵. Por exemplo, Gürkaynak (2008) conclui que para cada trabalho que identifica uma bolha existe outro estudo que encontra o contrário. Deste modo, as bolhas de preços só podem ser identificadas com algum grau de confiança desde uma perspectiva *ex post*.

Tendo em conta as dificuldades encontradas na detecção de possíveis bolhas, a história econômica sugere que sinais de excessos podem funcionar como um alarme para que uma bolha de preço esteja se formando. Alguns estudos empíricos (Borio e Lowe, 2002; Schwartz, 2002) identificam uma série de variáveis monetárias e financeiras que parecem sugerir uma correlação evidente com a inflação nos preços dos ativos, particularmente durante a formação de bolhas que terminam em dificuldades financeiras. Entre essas variáveis, o volume de crédito agregado demonstra uma relação bastante sistemática com episódios de turbulência nos preços dos ativos²⁹⁶.

A literatura econômica tem debatido várias abordagens sobre o qual um banco central poderia reagir diante a formação de bolhas ou desequilíbrios nos preços dos ativos (ECB 2011a). Uma primeira abordagem consiste em incluir os preços dos ativos diretamente no índice de preços que constitui o objetivo do banco central. Deste modo, ao atingir o objetivo de estabilidade de preços, o

²⁹⁵ Para um resumo desta literatura, consultar, por exemplo, Driffill e Sola (1998).

²⁹⁶ Ou seja, um aumento dos preços dos ativos induzido por um rápido aumento do crédito é um primeiro sinal de que estes ativos podem estar sobrevalorizados e que os mercados financeiros estão tomando riscos excessivos (De Gregorio, 2008).

banco central garantiria também a ausência de movimentos desestabilizadores dos valores dos ativos (Garneiro *et. al.*, 2011). Esta visão é fundamentada a partir do estudo de Alchian e Klein (1973) que considera que, diante de uma perspectiva de bem-estar social, a inflação deve ser medida como um índice de “custo de vida ao longo da vida”²⁹⁷.

A inclusão de preços esperados de aquisições futuras dificulta a operacionalização deste conceito do ponto de vista da política monetária, considerando que é difícil medir as expectativas de preços futuros. No entanto, alguns autores argumentam que, como os preços dos ativos contêm informação sobre as expectativas de evolução futura dos preços, estes deveriam ser utilizados como *proxies*. Por exemplo, Goodhart e Hoffmann (2000) e Goodhart (2001) propõem substituir as medidas convencionais de inflação como o índice de preços no consumidor (IPC), por uma medida mais ampla que inclua os preços de habitação e os preços de ações, com base no argumento de que os valores dos ativos ajudam a prever a inflação futura dos preços no consumidor.

Contudo, esta primeira perspectiva não é compartilhada por outros autores (Bernanke e Gertler, 1999; Bernanke e Gertler, 2001; Blinder e Reis, 2005; Vickers, 1999), já que não representa uma aproximação razoável, pois conduziria a uma política em que a bolha especulativa é instigada pela política monetária, podendo gerar uma instabilidade desnecessária na economia²⁹⁸. Além disso, tal abordagem exigiria um fortalecimento da orientação da política para combater a especulação quando uma bolha for detectada, afetando, por outro lado, as perspectivas de crescimento podendo motivar sérios riscos para a economia (ECB 2011a).

Uma segunda abordagem, bastante apoiada por determinados autores (Bernanke e Gertler, 1999; Bernanke e Gertler, 2001; Greenspan, 2002; Vickers,

²⁹⁷ Segundo este autor, um índice de custo de vida ao longo da vida não só inclui os preços dos bens e serviços adquiridos num determinado ano, mas também os preços esperados de aquisições futuras.

²⁹⁸ Para estes autores, as tentativas de se identificar bolhas antecipadas resultam em geral inúteis, dando origem a numerosos falsos positivos, desviando a atenção do banco central em manter centrado o seu objetivo primordial na manutenção da estabilidade de preços.

1999) antes da crise global, consiste em evitar a utilização da política monetária para localizar uma bolha de preços de ativos, “limpando” os seus efeitos após a sua ruptura. Na realidade, isto ficou conhecido como "*the mopping up approach*" ou abordagem "*benign neglect*" que significa aguardar a bolha estourar e então limpar os seus danos resultantes. A limpeza consiste em prover liquidez ao sistema financeiro, uma vez tendo estourado as bolhas, geralmente acompanhada por baixas agressivas nas taxas oficiais de juro.

A defesa da abordagem *benign neglect* assentava em três tipos de argumentos principais. Primeiro, é difícil identificar claramente uma bolha nos preços dos ativos. Segundo, as taxas de juro, principal instrumento da política monetária, são insuficientes para neutralizar bolhas de preços dos ativos, dado que exigiria um grande aumento das taxas de juro do banco central que teria efeitos desestabilizadores sobre a economia. Terceiro, quando as bolhas estouram os efeitos sobre a atividade podem ser facilmente neutralizados através de taxas de juro mais baixas (Garneiro *et. al.*, 2011; Kohn, 2006).

A atuação da Reserva Federal estadunidense demonstrou claramente esta linha de atuação, após o estouro da bolha das empresas de tecnologia em 2000-2002, com o duplo resultado de que, primeiro, o país sofreu uma recessão bastante moderada não obstante a importância do choque em termos de redução da riqueza e, segundo, porque a estabilidade financeira foi preservada sem prejuízo para a política de estabilidade de preços.

Contudo, a estratégia de deixar as bolhas estourarem, restringindo a atuação da política monetária ao controle de danos *ex post* não funcionou bem durante a crise global atual. A ruptura da bolha do *subprime* em agosto de 2007 procedeu em um período de grave instabilidade financeira, resultando na maior recessão que a economia global tem enfrentado desde a II Guerra Mundial. A luz da nova evidência sobre custos *versus* benefícios tem suscitado muitas críticas de certos autores (Cechetti *et.al.*, 2000; Cechetti *et.al.*, 2002; Filardo, 2001; Walsh, 2009) exigindo uma maior atenção por parte dos bancos centrais aos preços dos ativos, com base num duplo argumento.

Em primeiro lugar, as bolhas são custosas já que produzem uma repartição ineficiente de recursos e danificam a estabilidade macroeconômica. Em segundo lugar, as bolhas, quando são significativas, podem ser detectadas com antecedência suficiente para permitir uma atuação preventiva pela política monetária. De fato, a evidência empírica recente (Alessi e Detken, 2009; Borio e Dhremann, 2009) é favorável sobre a possibilidade de se construir um conjunto relativamente simples de indicadores baseados na coexistência de uma forte expansão do crédito e dos preços dos ativos que alertem sobre a possibilidade de crises financeiras futuras.

Outra visão que tem recebido popularidade, ao longo do tempo, é a chamada *“lean against the wind”* dos excessos cometidos pelo mercado financeiro. Diversos autores (Bordo e Lowe, 2002; Borio e White, 2003; Cechetti *et.al.*, 2000; Cechetti *et.al.*, 2002; Crockett, 2003; Filardo, 2001; White, 2006; White, 2009) defensores desta abordagem argumentam que a política monetária deve ser usada prontamente para refrear o desenvolvimento de valorizações excessivas nos preços dos ativos. Mais especificamente, a política monetária deverá tornar-se mais restritiva para conter um rápido crescimento nos preços dos ativos, mesmo na ausência de pressões inflacionistas no curto prazo.

Esta terceira opção não implica, todavia ter em conta um determinado preço de ativo ou índice. Ao contrário disso, esta alternativa pretende incorporar uma análise de riscos para a estabilidade de preços em horizontes de médio e longo prazo, decorrentes da evolução dos preços dos ativos para a avaliação global abrangente que suporta as decisões de política monetária. Nesta visão, o banco central poderia adotar uma orientação de política um pouco mais intensa, diante de um mercado de ativos inflados, do que teria feito se confrontado com uma perspectiva macroeconômica similar diante de condições de mercado mais usuais. Desta forma o banco central cometeria, numa fase anterior da dinâmica do mercado, um erro pelo lado da precaução, tentando evitar alimentar a bolha com uma política monetária acomodatória (ECB, 2011a).

Outro importante argumento que justifica a utilização recente desta terceira abordagem é sua simetria implícita. Em contraste com a segunda abordagem *benign neglect*, na qual a política monetária atua especialmente no apoio da economia no momento em que caíam drasticamente os preços dos ativos, as taxas de juros já seriam empregadas, desde então, para evitar o acúmulo desnecessário de uma bolha de preços. Além disso, e ao contrário da primeira abordagem, a reação de política não seria automática, mas envolveria um determinado grau de juízo sobre a origem da bolha e o estado da economia quando sucedeu a bolha.

Dentre as autoridades monetárias, o BCE tem demonstrado algum apoio à abordagem *leaning against the wind*, mas interpretada no quadro da avaliação dos riscos para a estabilidade de preços (ECB, 2010d; ECB 2011a). Desde a sua origem que o BCE vem afirmando atribuir um papel proeminente às variáveis financeiras. Isto é particularmente visível por ter a análise do pilar monetário lado a lado com a análise econômica. O BCE tem ressaltado diversas vezes que a sua estratégia de política monetária foi projetada para ter em conta a evolução dos preços dos ativos e potenciais desequilíbrios no âmbito do pilar monetário²⁹⁹.

De fato, o BCE tem acompanhado de perto a evolução da moeda e do crédito desde sua criação. Contudo, também merece ser reconhecido que a análise monetária do BCE tem evoluído ao longo do tempo. Durante os primeiros anos de existência do euro, a análise monetária foi baseada em conceitos derivados da teoria quantitativa da moeda e a ênfase estava focada mais no crescimento dos agregados monetários do que nos desequilíbrios financeiros. No entanto, vale destacar que esta análise tem sido aprofundada, reconhecendo a necessidade de uma visão mais abrangente do sistema financeiro para melhor aferir os riscos para a estabilidade de preços, decorrentes de desenvolvimentos nos agregados monetários e confirmar a análise efetuada no âmbito do pilar econômico (Garneiro *et. al.*, 2011).

²⁹⁹ Consulte, por exemplo, Trichet (2010b).

Note-se, portanto que o BCE não endossa, de forma explícita, a abordagem *leaning against the wind*, afirmando que a política monetária deve ser mais restritiva face a uma forte expansão nos preços dos ativos (Borio e White, 2003; Cecchetti *et. al.*, 2000; Cecchetti *et. al.*, 2002; White, 2006; White, 2009) ou, que deve ser, então, ajustada para ter em conta potenciais distorções financeiras³⁰⁰ (Diamond e Rajan, 2009). Segundo o entendimento do BCE, pode ocorrer um possível conflito entre a volatilidade dos preços no curto prazo e a estabilidade de preços em longo prazo em certas circunstâncias, mas que a resposta da política monetária deve ser definitivamente guiada pelos riscos para a estabilidade de preços no longo prazo (ECB, 2010d; ECB 2011a).

11.4.2. Estabilidade monetária e estabilidade financeira

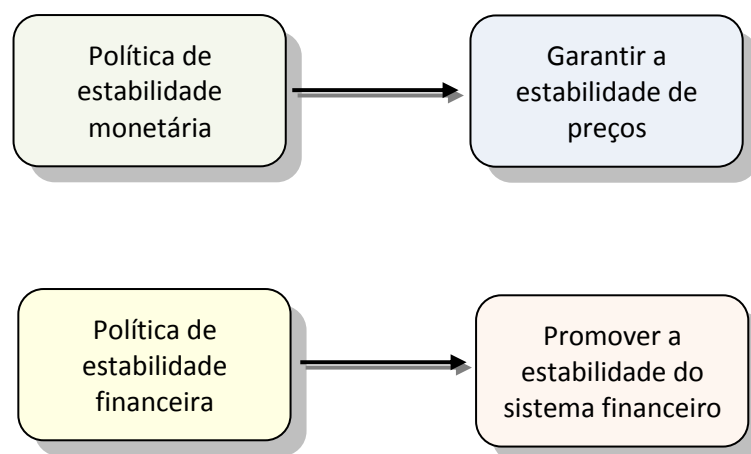
A recente crise global desencadeou a necessidade de melhor compreender o papel que os bancos centrais podem desempenhar em resposta a questões de estabilidade financeira e, em particular, como tal função se articula com a condução precípua da política monetária. A crise financeira tornou evidente que garantir a estabilidade de preços não é visto como uma condição suficiente que assegure a estabilidade financeira (Carney, 2009; Noyer, 2011; Smaghi, 2011; White, 2006). Portanto, a estabilidade monetária é uma condição necessária para se obter a estabilidade financeira, condição, todavia não suficiente (Sevensson, 2010).

Antes de analisar a interação entre a estabilidade monetária e financeira é preciso esclarecer o que se entende pelos dois conceitos, já que é importante distinguir política de estabilidade monetária de política de estabilidade financeira (Sevensson, 2010). A política de estabilidade monetária tem por objetivo garantir a estabilidade de preços, em torno de uma inflação-alvo objetivo (figura 11). Em circunstâncias normais, os instrumentos convencionais adequados são as taxas

³⁰⁰ Segundo Diamond e Rajan (2009), quando a taxa de juro de curto prazo está baixa, os bancos têm incentivos em financiar um maior volume de projetos com escassa liquidez do que seria desejável. O contrário acontece quando a taxa de juro é elevada. Deste modo, para contrariar estes incentivos, o banco central deveria sinalizar uma subida futura da taxa de juro quando o seu nível é baixo e, uma descida futura quando o seu nível é elevado.

oficiais de juro. Em tempos de crise, outros métodos não convencionais de política podem ser utilizados.

Figura 11. Objetivos da política de estabilidade monetária versus financeira



Fonte: Elaboração própria.

Por sua vez, a política de estabilidade financeira tem a finalidade de manter e promover a estabilidade financeira. Estabilidade financeira pode ser definida como uma situação em que o sistema financeiro pode cumprir basicamente as suas funções principais (Sevensson, 2010). O conceito de estabilidade financeira é bastante amplo na concepção de Schinasi (2004), abrangendo o papel da infraestrutura financeira, as instituições e os mercados³⁰¹. Por outro lado, a existência de estabilidade financeira, segundo Crockett (1997), além de implicar a robustez dos intermediários financeiros frente a choques adversos, envolve o requisito de que os mercados estejam estáveis, nos quais os agentes possam transacionar com confiança a preços que reflitam as forças fundamentais não variando num curto espaço de tempo³⁰².

Em circunstâncias normais, os instrumentos de política disponíveis para garantir a estabilidade financeira são supervisão, regulação e relatórios de

³⁰¹ Segundo Schinasi, um sistema financeiro estável deve ser capaz de promover o desempenho de uma economia e o desaparecimento de desequilíbrios financeiros que surjam endogenamente ou como resultado de eventos adversos e imprevistos.

³⁰² Consulte também, por exemplo, Duisenberg (2001b), Ferguson (2002) e Chant (2003) para uma visão geral acerca das definições ou descrições de estabilidade financeira.

estabilidade com análises e indicadores principais que possam fornecer avisos antecipados de ameaças à estabilidade. Por outro lado, em tempos de crise, as autoridades podem utilizar outros instrumentos, tais como empréstimos de última instância, empréstimos com prazos mais longos com taxa variável, regimes especiais de resolução para empresas financeiras em dificuldades, outras garantias de empréstimos, injeções de capital pelo governo, entre outros mecanismos disponíveis.

O fato de que a política de estabilidade financeira e a política monetária são, desde uma perspectiva normativa, estratégias diferentes não demonstra que não exista influência recíproca entre elas. A política monetária afeta os preços dos ativos e dos balanços, podendo assim afetar a estabilidade financeira. A política de estabilidade financeira afeta diretamente as condições financeiras que, por sua vez, afetam o mecanismo de transmissão da política monetária da entidade. Isto significa, em outras palavras, que a política monetária deve ser administrada tendo em conta a política de estabilidade financeira e, a política de estabilidade financeira deve ser conduzida atendendo a política monetária. Isto é semelhante ao modo como política fiscal é dirigida tendo em conta a política monetária e, a política monetária é administrada atendendo a política fiscal. Em condições normais, é importante destacar que a estabilidade financeira deveria ser tratada pela política de estabilidade financeira e não somente pela política monetária³⁰³ (Sevensson, 2010).

Pois bem, quando se trata de refletir na relação existente entre política monetária e política de estabilidade financeira resulta vantajoso distinguir dois horizontes temporais: o curto e o longo prazo. Desde uma perspectiva de longo prazo, a teoria econômica é clara em divulgar que não existe um *trade-off* entre estabilidade monetária e financeira, dado que estes dois objetivos se reforçam mutuamente aos objetivos de política, podendo ser complementares entre si (Schwartz, 1988; 2002). Portanto, uma taxa de inflação baixa e estável e uma

³⁰³ Isto consiste na atual linha de atuação do Banco da Inglaterra (BoE) após a crise, onde estabilidade financeira e estabilidade de preços são objetivos distintos de política; estando, portanto no mesmo nível de hierarquia, não havendo subordinação entre os mesmos objetivos.

política monetária centrada nesses objetivos tendem a promover a estabilidade financeira. Na realidade, esta atribuição reflete a visão tradicional que a manutenção da estabilidade dos preços é a melhor contribuição que a política monetária pode cometer para promover a estabilidade financeira (ECB, 2011a).

A evidência empírica disponível (Bordo *et.al.*, 2000; Calomiris e Gorton, 1991; Gorton, 1988;) também apoia esta argumentação, afirmando que a instabilidade monetária é um dos principais fatores que, historicamente, vem ocasionando episódios de instabilidade financeira. Vários são os canais de transmissão em que isto pode produzir-se³⁰⁴. Primeiro, uma inflação elevada e volátil obscurece as expectativas de rentabilidade futura, agravando a assimetria de informação entre credores e devedores. Segundo, as expansões cíclicas acompanhadas de inflação elevada são, em muitas ocasiões, o caldo do cultivo de propagação de possíveis bolhas nos preços dos ativos. Terceiro, o excesso de crédito e a superabundância de liquidez são muitas vezes o centro da instabilidade financeira (Vega, 2010).

Isto é uma boa notícia para os bancos centrais, já que permite que a intensidade da política necessária para a manutenção da estabilidade dos preços seja igualmente adequada para estabilidade financeira, pelo menos neste horizonte de tempo mais alongado. Contudo, em cenários de tempo mais curtos, a estabilidade financeira e a estabilidade de preços podem nem sempre andar mutuamente. Ou seja, mesmo em um ambiente de estabilidade de preços, desequilíbrios financeiros podem evoluir e representar um desafio para a manutenção da estabilidade de preços.

Na presença de bolhas de preços de ativos, os bancos centrais devem adotar uma perspectiva de mais longo prazo em sua resposta de política monetária. Portanto, uma orientação de mais longo prazo ajuda os gestores a capturar a natureza mais duradoura do choque e desenvolver uma resposta de política monetária que vai contra ao acúmulo de desequilíbrios nos preços dos

³⁰⁴ Veja, por exemplo, Garneiro *et.al.* (2011) para uma compreensão mais detalhada dos canais de transmissão.

ativos. Por outro lado, uma estratégia de política, com um horizonte de curto prazo, poderia levar os gestores a adotar uma perspectiva muito míope dos riscos para a estabilidade de preços e, possivelmente, desestabilizar as expectativas de inflação (ECB, 2011a).

Relativamente ao Eurosistema, observamos que a contribuição dada pela entidade para a estabilidade financeira é apenas subordinada ao seu objetivo precípua da política de estabilidade de preços, não havendo uma separação precisa entre ambas as políticas, como ocorre, por exemplo, no Banco da Inglaterra³⁰⁵. O BCE entende e afirma que a manutenção da estabilidade de preços é, em última instância, a melhor contribuição que a política monetária pode cometer para promover a estabilidade financeira.

Os debates recentes de política econômica têm focado bastante sobre a revisão do quadro de política monetária de modo a incorporar as questões de estabilidade financeira. Têm sido apresentadas várias propostas que envolvem diferentes graus de alterações ao quadro convencional. Estas propostas vão desde o reforço do acompanhamento das interações macro-financeiras, até sugestões de adicionar a estabilidade financeira como um objetivo distinto da política monetária, e até mesmo o uso da política monetária para fins de estabilidade financeira (Garneiro *et.al.*, 2011).

Em nossa opinião, para combater a acumulação de desequilíbrios financeiros é preciso avançar com uma combinação de políticas não apenas dada pela política monetária de estabilidade de preços do BCE. As decisões sobre estabilidade financeira requerem uma maior interação com os Governos que as decisões sobre política monetária. Em particular, a política macroprudencial³⁰⁶, a política de regulação³⁰⁷ e até mesmo a política orçamental devem ser reforçadas e interagidas para lidar com questões relativas à instabilidade financeira.

³⁰⁵ Veja, por exemplo, Richter e Wahl (2011, pp. 8-10) que faz uma análise comparativa entre os objetivos e algumas características de importantes bancos centrais.

³⁰⁶ Consulte a seção 11.5 para informações relativas aos objetivos da política macroprudencial.

³⁰⁷ Por exemplo, ratios entre o valor do empréstimo e o valor da garantia (*loan-to-value*), requisitos de capital, ratios de liquidez.

11.5. BASILÉIA III E O NOVO MARCO MACROPUDENCIAL

A crise financeira revelou diversas fragilidades em matéria de regulamentação e supervisão ao demonstrar que os organismos responsáveis não foram capazes de detectar a acumulação de riscos crescentes no sistema financeiro global. Além disso, a crise destacou a necessidade de se aperfeiçoar a perspectiva da regulação e supervisão aplicada antes da crise (enfoque microprudencial) com outro que considerasse a estabilidade do sistema financeiro em seu conjunto (enfoque macroprudencial), tendo em conta os riscos derivados das interações entre os participantes do mercado.

11.5.1. As reformas de Basiléia III

O fortalecimento da cooperação econômica internacional em resposta à intensificação da crise financeira deu passo a um conjunto novo de propostas destinadas a reforçar a normativa mundial em matéria de capital e liquidez. Tais propostas estão reunidas em Basiléia III³⁰⁸ que representa um conjunto integral de reformas, elaborado pelo Comitê de Basiléia sobre Supervisão Bancária³⁰⁹, para fortalecer a regulação, supervisão e gestão de riscos do setor financeiro³¹⁰. Portanto, Basiléia III forma parte de um esforço contínuo para melhorar o marco da regulação internacional com objetivo de fortalecer a solvência do sistema bancário duramente afetado pela crise global³¹¹.

³⁰⁸ Em julho de 2009, o Comitê de Basiléia introduziu uma série de medidas destinadas a reforçar as regras de 1996 que regem o capital da carteira de negociação e melhorar os três pilares do marco de Basiléia II. Estas medidas incluem as recomendações do Comitê para reforçar as competências nacionais em matéria de resoluções bancárias e sua implementação transnacional.

³⁰⁹ A Comissão de Supervisão Bancária de Basiléia é composta por altos representantes das autoridades de supervisão bancária e de banco centrais da Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Coreia, Espanha, Estados Unidos, França, Hong Kong, Índia, Indonésia, Itália, Japão, Luxemburgo, México, Holanda, Reino Unido, Rússia, Singapura, África do Sul, Suécia, Suíça e Turquia. Suas reuniões são realizadas na sede do BIS em Basiléia, Suíça onde está localizada sua Secretaria permanente.

³¹⁰ Em concreto, estas reformas buscam melhorar a capacidade do setor bancário para enfrentar perturbações ocasionadas por tensões financeiras ou econômicas de qualquer tipo.

³¹¹ Consultar em BIS (2011, pp. 1-2) as razões que conduziram a elaboração do marco regulador global de Basiléia III para reforçar os bancos e os sistemas bancários internacionais.

Em termos específicos, Basiléia III é construída sobre a base de Basiléia II, mantendo sua sensibilidade ao risco e sua estrutura, reexaminando aspectos relevantes e incorporando algumas lições extraídas da crise financeira³¹². Adicionalmente, inclui aspectos não tratados em Basiléia II, como a qualidade do capital e o tratamento do risco de liquidez, e introduz, em suas propostas, uma perspectiva macroprudencial (Caruana e Cordewener, 2011).

Deste modo, o pacote de reformas do Comitê de Basiléia se propõe a fortalecer de maneira substancial os atuais requerimentos de capital, melhorando também sua qualidade e consistência. Basicamente, a reforma de Basiléia III inclui, entre outros, os seguintes elementos: a) aumento da qualidade do capital; b) aumento do nível dos requerimentos de capital; c) constituição de colchões de capital; d) introdução de um coeficiente de alavancagem; e) melhoria da captura dos riscos de determinadas exposições; f) melhora da gestão de risco, do processo de supervisão e da disciplina de mercado; g) introdução de *standards* de liquidez internacional.

Juntamente com uma definição de capital mais austera, a aplicação de requerimentos mais rigorosos e de novos colchões fará com que as entidades bancárias possam suportar melhor os efeitos adversos de perturbações financeiras (González-Páramo, 2010). Concretamente, as propostas de Basiléia III recomendam aumentar o requerimento mínimo do capital regulatório ordinário de Nível 1³¹³ que se elevará dos atuais 2% a 4,5% dos ativos ponderados por risco. O novo acordo se propõe também agregar um colchão de conservação de capital de até 2,5% que se soma ao capital de Nível 1³¹⁴. O objetivo do colchão é

³¹² Devemos ressaltar, entretanto, que Basiléia II não desaparece se incorporando as novas propostas de Basiléia III.

³¹³ O capital regulatório será composto pelo capital de Nível 1 (Tier 1, em inglês) e de Nível 2 (Tier 2). O Tier 1 é composto de qualidade superior e de elementos adicionais de capital. Realiza-se uma distinção conceitual, dado que o Tier 1 vai estar formado por instrumentos que são capazes de absorver as perdas quando a entidade está em operação, enquanto os elementos do Tier 2 absorverão as perdas apenas quando a entidade não seja viável. Consultar BIS (2011, p. 12) para informações complementares.

³¹⁴ Veja também em BIS (2011, p. 64) detalhes adicionais relativos aos requerimentos mínimos de capital e colchão de conservação obrigatório.

permitir que os bancos absorvam perdas no seu patrimônio sem deixar de cumprir com os requisitos mínimos obrigatórios de capital³¹⁵.

Note-se que uma característica fundamental da crise global consistiu na alavancagem excessiva que foi gerada no sistema bancário, tanto dentro como fora do balanço das entidades. Em muitos casos, os bancos adquiriram esta alavancagem enquanto ainda exibiam um sólido coeficiente de capital em função do risco. Durante a fase crítica da crise, o mercado forçou o setor bancário a reduzir sua alavancagem de tal forma que aumentou a pressão sobre os preços dos ativos, agravando assim a espiral de perdas, de detrimientos do capital bancário e de contratação da disponibilidade de crédito. Logo, o processo de desalavancagem³¹⁶ agravou ainda mais as condições econômicas mundiais.

Em consequência, o Comitê de Basileia decidiu por estabelecer um coeficiente de alavancagem calibrado para servir de medida complementar para os requerimentos de capital em função do risco. Deste modo, espera que este coeficiente contenha o acúmulo de alavancagem do setor bancário, ajudando a evitar processos de desalavancagem desestabilizadores que possam vir a prejudicar o conjunto do sistema financeiro.

Outras medidas complementares adotadas pelo Comitê incluem a melhoria da captura dos riscos. Modifica-se, portanto o procedimento de cálculo dos riscos para determinadas exposições que a crise há comprovado que estavam fragilmente capturados. Além disso, as propostas incluem a melhora das normas do processo supervisor e da disciplina de mercado e, estabelecimento de guias adicionais em áreas como gestão de risco de liquidez, boas práticas para valoração de instrumentos financeiros, exercícios de *stress*, governo corporativo e remuneração.

Por último, o Comitê há reforçado seu marco de liquidez mediante a introdução de dois *standards* mínimos em matéria de liquidez financeira para as

³¹⁵ Ou seja, qualquer banco que não cumpra com este colchão de capital fatalmente passará por restrições na distribuição de dividendos, recompra de ações e pagamento de bônus aos executivos, para evitar que a entidade siga continuamente se descapitalizando.

³¹⁶ Consultar seção 4.4 do capítulo 4 para detalhes adicionais relativos à desalavancagem.

entidades de crédito com atividades internacionais. Fundamentalmente, tais normas perseguem dois objetivos distintos ainda que complementários. O primeiro objetivo consiste em promover a resistência em curto prazo do perfil do risco de liquidez de uma entidade, garantindo que esta tenha recursos líquidos suficientes para superar um episódio de forte tensão de duração mensal³¹⁷. O segundo objetivo consiste em promover a resistência ao longo de um horizonte mais amplo, criando novos incentivos para que as entidades de crédito recorram de forma sistemática a fontes de financiamento mais estáveis para suas atividades³¹⁸.

Trata-se, portanto, de assegurar uma fonte de financiamento mais estável mediante passivos em médio ou em longo prazo para poder suportar condições de estresse prolongadas. Ambas as normas se complementam com uma série de ferramentas que visam controlar a exposição ao risco de liquidez e a troca de informações entre as autoridades de supervisão. As novas normas devem ser definidas e calibradas após um período de observação de forma que fortaleçam as estruturas de gestão de risco de liquidez das entidades de crédito e sua capacidade para suportar as perturbações deste tipo (González-Páramo, 2010).

Em definitiva, as novas medidas de capital e de liquidez endurecem significativamente a regulação bancária global. Por esse motivo, decidiu-se estabelecer um cronograma de transição bastante dilatado, durante o qual as medidas serão introduzidas gradualmente. Este período compreende o 1 de

³¹⁷ Para alcançar este objetivo o Comitê desenvolveu o Coeficiente de Cobertura de Liquidez (LCR, em inglês) para promover a resistência frente a possíveis alterações da liquidez ao longo de um período de 30 dias. Esta medida ajudará aos bancos globais terem ativos suficientes, líquidos e de alta qualidade para compensar as saídas líquidas de recursos que possam vir a sofrer, em caso de graves tensões surgidas no curto prazo (BIS, 2011).

³¹⁸ Através do Coeficiente Líquido de Financiamento Estável (NSFR, em inglês), a entidade é obrigada a manter um nível mínimo de fontes de financiamento estáveis, segundo os perfis de liquidez dos seus ativos e suas eventuais necessidades de liquidez contingente para seus compromissos fora do balanço, para um período de um ano. Este coeficiente tem por finalidade limitar o recurso excessivo ao financiamento em curto prazo, durante os períodos de abundância de liquidez nos mercados e promover uma avaliação mais precisa do risco de liquidez para todos os itens dentro e fora do balanço (BIS, 2011).

janeiro de 2013 até 1 de janeiro de 2019, data em que o novo marco regulatório deverá estar totalmente implantado³¹⁹.

11.5.2.O novo marco macroprudencial

Uma das lições principais extraídas da crise financeira é a necessidade de estabelecer um marco institucional adequado para efetuar um acompanhamento das distintas fontes de riscos sistêmicos e avaliar, de forma abrangente e antecipada, as suas consequências para o sistema financeiro. Em nível internacional, existe um consenso geral atual sobre a necessidade de reforçar o enfoque macroprudencial de regulação e supervisão do sistema financeiro. Ao contrário da supervisão microprudencial, que incide somente sobre a solidez financeira de cada entidade, a supervisão macroprudencial examina o sistema financeiro em seu conjunto³²⁰. Mais precisamente, o enfoque macroprudencial pode ser definido segundo Borio como:

“...Macroprudencial es una orientación o perspectiva de los acuerdos de regulación y supervisión. Significa calibrarlos desde una perspectiva global o sistémica, en lugar de establecerlos según la seguridad y la solidez específicas de las instituciones a escala individual. Implica seguir un enfoque de arriba hacia abajo para construir los estándares de seguridad deseables para el sistema en su conjunto y, desde allí, derivar aquellos propios de las instituciones dentro de éste” (Borio, 2011, p.62).

A idéia da política macroprudencial é combater a falácia utilizada de que se cada entidade financeira é robusta, todo o sistema bancário deverá ser também. Ou seja, não basta concentrar-se na segurança e na solidez de entidades financeiras isoladas, dado que as interconexões e as externalidades são bastante significativas (Caruana, 2011). A crise global revelou também que as correlações entre os ativos e os balanços dos bancos podem aumentar intensamente e assim representar um risco sistêmico. Portanto, a abordagem

³¹⁹ Consultar em BIS (2011, p. 69) detalhes específicos sobre o cronograma para a implantação das medidas propostas de Basiléia III.

³²⁰ Para um exame comparativo das principais características dos enfoques macro e microprudencial, consultar Borio (2011, p.63).

microprudencial para a supervisão bancária deve ser complementada com um enfoque macroprudencial (Alberola *et.al.*, 2011; Richter e Wahl, 2011).

Neste contexto, a política macroprudencial tem por objetivo limitar o risco sistêmico de maneira a minimizar os custos que uma instabilidade financeira pode impor sobre a economia como um todo (Borio, 2011). A política macroprudencial trata de conter o risco sistêmico mediante o fortalecimento do sistema financeiro frente às possíveis perturbações, de tal forma que possa seguir funcionando com estabilidade sem ajudas de emergências, em circunstâncias de tensão. A política macroprudencial está, assim, próxima da política macroeconômica em termos de objetivos, mas também da política microprudencial em termos de instrumentos (BOE, 2009).

Recentemente, foi criado o Comitê Europeu do Risco Sistêmico³²¹ que representa um órgão independente instituído com o objetivo de realizar a supervisão macroprudencial do sistema financeiro no âmbito da UE. O ESRB (na sigla em inglês) faz parte do Sistema Europeu de Supervisão Financeira³²² (ESFS), que tem por objetivo assegurar a supervisão do sistema financeiro da UE, nas vertentes de supervisão macroprudencial e microprudencial, integrando: a) o Comitê Europeu do Risco Sistêmico; b) a Autoridade Bancária Europeia; c) a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma; d) a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados; e) o Comitê Conjunto das Autoridades Europeias de Supervisão; f) as Autoridades Nacionais de Supervisão.

Tal iniciativa forma parte de uma revisão ampla e profunda do marco institucional de supervisão da UE, que entrou em funcionamento a partir de 1 de Janeiro de 2011, nos termos estabelecidos pelo regulamento 1093 do Parlamento Europeu de 24 de Novembro de 2010. Concretamente, o ESRB tem dois principais instrumentos de política a sua disposição: pode emitir alerta de risco e pode fazer recomendações sobre ações para a UE como um todo, para

³²¹ *European Systemic Risk Board (ESRB).*

³²² *European System of Financial Supervision (ESFS).*

um ou mais Estados-membros, para uma ou mais Autoridades Europeia de Supervisão ou para uma ou mais Autoridades Nacionais de Supervisão.

Em síntese, o ESRB não exerce nenhum controle direto sobre os instrumentos de política, fazendo apenas recomendações e alerta às autoridades competentes. Deste modo, será difícil ignorar se tais recomendações são tornadas públicas incluindo uma clara instrução de “cumprir ou então dar explicações” (Caruana, 2011). Espera-se que a criação deste órgão de supervisão macroprudencial melhore significativamente o marco institucional para a estabilidade financeira da UE (González-Páramo, 2010).

O regulamento que estabelece o ESRB atribui ao BCE um papel bastante destacado dentro deste novo órgão, já que a entidade prestará apoio administrativo, analítico e logístico para o ESRB e para sua Secretaria³²³. Além disso, o ESRB estará presidido pelo presidente do BCE e, entre os 37 membros com direito de voto, se encontrarão todos os 27 presidentes dos bancos centrais do Sistema Europeu de Bancos Centrais (González-Páramo, 2010). Isto garantirá que a análise de estabilidade financeira do ESRB se favoreça de sua experiência macroeconômica, financeira e monetária.

É importante observar, todavia que a supervisão macroprudencial não vem a substituir as responsabilidades de outras autoridades, dos supervisores em concreto, mas deve facilitar e complementar o trabalho da supervisão microprudencial das autoridades competentes. A interação com a função microprudencial será fundamental, não somente porque o ESRB terá que depender dos supervisores microprudenciais para obter as informações, como também porque alguns dos instrumentos são de natureza microprudencial. Neste contexto, um bom exemplo pode ser as normas relativas aos requisitos de capital e as reservas de liquidez e dos limites às atividades que aumentam as vulnerabilidades e os riscos sistêmicos.

³²³ Veja detalhes em: <http://www.esrb.europa.eu/home/html/index.en.html>

Desde um ponto de vista conceitual, não cabe dúvida de que a missão do ESRB é bastante complexa envolvendo bastantes desafios. As novas responsabilidades macroprudenciais do BCE são também uma fonte de desafios institucionais, operacionais e organizacionais (González-Páramo, 2010). É imperativo que o BCE conserve a integridade e o conceito de independência no desenvolvimento de uma política consistente com a estabilidade de preços. Alguns princípios de Governança terão que ser posteriormente satisfeitos para preservar a credibilidade e o adequado funcionamento da política monetária (Garneiro *et.al.*, 2011). Ainda que não estejam claramente definidas, as decisões macroprudenciais devem ser levadas em conta pela política monetária para apoiar a estabilidade financeira, onde deve ser promovida uma troca de informação entre as autoridades competentes (Alberola *et.al.*, 2011).

11.6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A manutenção da estabilidade de preços vem sendo o objetivo primordial da política monetária do BCE desde sua criação. Neste sentido, pode-se afirmar que a entidade vem obtendo resultados satisfatórios no que diz respeito ao cumprimento do controle de preços. A única exceção observada foi durante a fase da crise, particularmente em 2008 e 2009, ocasião em que a taxa IHPC se distanciou um pouco da taxa proposta de referência.

Note-se, por outro lado, que as fortes tensões observadas nos mercados financeiros derivados da crise demandaram uma série de respostas, sem precedentes por parte do BCE. Tal acontecimento resultou em um conjunto importante de decisões aplicadas, reunidas em medidas convencionais e não convencionais de política monetária.

Dentre as medidas convencionais, destacamos a rápida redução das taxas oficiais de juro até um nível mínimo histórico em toda a Eurozona. Dentre as práticas não convencionais, ressaltamos as medidas de apoio ao crédito e o programa dos mercados de títulos da dívida, criados com o objetivo de reforçar o mecanismo de transmissão, diante de um contexto de disfuncionalidade nos

mercados. Portanto, representam medidas temporárias não usuais utilizadas para complementar as ações de política monetárias convencionais.

Não obstante que estas medidas tivessem sido concebidas com a finalidade de estabilizar a situação financeira dos mercados restringindo o contágio à economia real, em nossa concepção são medidas utilizadas com vistas a atenuar os sintomas da crise e, não ações empregadas para resolver possíveis crises futuras. Deste modo, concluímos que nenhuma das medidas de política empregadas pelo BCE vão sendo direcionadas a solução das causas da crise apontadas na Parte I deste trabalho.

Outro tópico importante diz respeito à utilização da política monetária para reagir diante a formação de bolhas ou distorções nos preços dos ativos. A crise global demonstrou uma tendência em apoiar a abordagem *leaning against the wind*. Ou seja, mesmo na ausência de pressões inflacionistas no curto prazo, a política monetária deve tornar-se mais restritiva para refrear um incremento acelerado nos preços dos ativos. Em nossa visão, o BCE não endossa em nenhum momento de forma explícita esta abordagem, embora demonstre algum apoio. É preciso avançar um pouco mais nesta temática, dado que o BCE entende que a política monetária deve ser guiada pelos riscos para a estabilidade de preços no longo prazo, mesmo que ocorra, em certas ocasiões, possíveis conflitos entre a volatilidade de preços no curto prazo e a estabilidade de preços no longo prazo.

Ainda que nos últimos anos a condução da política monetária viesse sendo orientada pelo objetivo precípua da estabilidade de preços, tal fato se revelou insuficiente para garantir a estabilidade financeira. A crise financeira tornou evidente que garantir a estabilidade de preços não representa uma condição suficiente que assegure a estabilidade financeira. Enquanto a política de estabilidade monetária visa garantir a estabilidade de preços, a política de estabilidade financeira tem por objetivo promover a estabilidade financeira. Embora estabilidade monetária e estabilidade financeira sejam estratégias de políticas diferentes, isto não assegura que não exista uma conexão entre elas. Portanto, a política monetária deve ser conduzida tendo em conta a política de

estabilidade financeira e, a política de estabilidade financeira deve ser gerida atendendo a política monetária.

Observamos uma postura do BCE bastante débil no tocante a questões relativas à estabilidade financeira, considerando que sua contribuição seja apenas subordinada ao objetivo principal da política de estabilidade de preços, não havendo uma separação precisa entre as políticas, como sucede, por exemplo, no Banco da Inglaterra. Nossa argumentação é que a política de estabilidade financeira deva ser conduzida de forma distinta da política de estabilidade de preços ainda que complementar³²⁴. Logo, é preciso explorar um pouco mais o assunto, defendendo uma combinação de políticas não apenas sugerida pela política de estabilidade monetária do BCE. Além disso, devem ser definidas competências bastante claras, no que diz respeito aos meios utilizados pela BCE para garantir a estabilidade financeira.

O pacote de reformas de Basiléia III representa outro grande passo dado em direção ao fortalecimento da regulação, supervisão e gestão de riscos do sistema financeiro global. O objetivo fundamental de Basiléia III é fortalecer os atuais requerimentos de capital das entidades bancárias, melhorando neste sentido a sua qualidade e consistência. Tendo em conta a natureza do fortalecimento exigido das entidades bancárias, decidiu-se por estabelecer um cronograma de transição extenso (2013-2019), onde as medidas sugeridas serão introduzidas de forma gradual. Em nossa opinião, tais propostas de Basiléia III representam um grande esforço no sentido de fortificar a regulação do sistema financeiro mundial. Seguramente, tais ações caminham em direção a uma possível solução de parte das causas imediatas da crise. No entanto, o prazo do cronograma das propostas deveria ser reduzido, tendo em vista que um período de seis anos é considerado bastante extenso para implantação. O atual contexto global faz com que a função financeira evolua muito rapidamente, onde novas operações arriscadas podem ser produzidas durante este período proposto.

³²⁴ Compartilhamos, portanto com o ponto de vista de Svensson (2010).

O novo marco macroprudencial resume outro importante instrumento utilizado para evitar futuros riscos sistêmicos para o sistema financeiro. A ideia da política macroprudencial é combater o equívoco de que se cada entidade é robusta, todo o sistema bancário deverá ser também. A criação do ESRB representa um importante passo dado em direção a supervisão macroprudencial do sistema financeiro na UE. O comitê não exerce controle direto sobre os instrumentos de política, cometendo recomendações às autoridades competentes. Neste contexto, o BCE assume um papel bastante destacado, já que prestará apoio analítico, logístico e administrativo. Deste modo, as novas responsabilidades macroprudenciais do BCE são uma fonte de diversos desafios, onde devem ser consideradas pela política monetária para amparar a estabilidade financeira, promovendo uma troca de informação entre as autoridades responsáveis (Alberola *et.al.*, 2011; González-Páramo, 2010).

Em síntese, todos os esforços e reformas cometidos caminham em direção à solução das causas imediatas (regulamentação negligente, política monetária acomodatória; gestão de riscos inadequados, etc.) da crise global, não existindo esforços políticos coordenados com vistas a resolver as suas reais causas estruturais (fragilidade do modelo neoliberal; desigualdade de renda, etc.). Isto é um alerta de que há muito trabalho a ser feito num futuro próximo, tanto por parte do Eurosistema como especialmente por parte dos Governos europeus, para evitar futuras e recorrentes crises desta natureza.

PRINCIPAIS CONCLUSÕES DA TERCEIRA PARTE

No capítulo 10 delineamos, desde uma perspectiva cronológica, os aspectos básicos relativos ao processo de criação do Banco Central Europeu. De fato, o BCE é a maior entidade supranacional surgida nas últimas décadas; entidade responsável pela atual condução da política monetária nos países da UEM. Historicamente, o BCE veio a substituir o Instituto Monetário Europeu criado a partir do Tratado de Maastricht. No entanto, esta entidade deu início às suas atividades somente depois da oficialização da UEM em 1999, na medida em que se inseriu um novo regime monetário, com a introdução de uma moeda comum para grande parte da Europa.

Note-se que a transferência da política monetária para o nível comunitário europeu envolveu alterações substanciais relativas ao enquadramento dos bancos centrais. Neste contexto, o estabelecimento de uma nova organização monetária supranacional (o Eurosistema) no Sistema Europeu de Bancos Centrais é representativo da supranacionalização do banco central em nível europeu.

A estrutura atual do BCE é basicamente representada por três órgãos de decisão (figura 9, p. 268). O Conselho de Governo é considerado o órgão de mais alta instância de decisão deliberativa, sendo responsável pelas decisões relativas à formulação e a orientação da política monetária. O Conselho Executivo é responsável por colocar em prática as decisões de política monetária tomada previamente pelo Conselho de Governo. O Conselho Geral é o órgão responsável pela preparação do informe anual do BCE relativas às decisões e operações de política monetária, aplicadas pelo Eurosistema.

O principal objetivo do Eurosistema, previsto pelo Tratado de Maastricht, é a manutenção da estabilidade de preços em toda a zona do euro. Ao contrário do que sucede em outros importantes bancos centrais (FED, BoE, BoJ), o mandato do BCE é singular abrangendo somente o controle da inflação. Neste sentido, o Tratado atribui apenas uma importância fundamental à estabilidade

de preços, assegurando que é a contribuição mais decisiva que a política monetária deverá prestar para alcançar um quadro econômico favorável em toda a Eurozona.

Apesar do Tratado da UE estabelecer como objetivo primordial a manutenção da estabilidade de preços, este não apresenta uma definição precisa no que consiste a estabilidade monetária. Por esta razão, o Conselho de Governo esclareceu posteriormente este objetivo afirmando que se trata de manter taxas de inflação em um nível inferior, todavia próximo a 2% em médio prazo. Portanto, o anúncio da taxa de inflação torna a política monetária mais transparente fornecendo uma medida mensurável, contra o qual a sociedade poderá responsabilizar a entidade, em caso de incumprimento. Além disso, a afirmativa de que a estabilidade de preços deverá ser mantida em médio prazo traduz a obrigação de a política monetária em assumir uma orientação prospectiva.

As decisões sobre a orientação de política monetária são realizadas pelo Conselho de Governo com base numa avaliação dos riscos para a estabilidade de preços, contrastando as indicações de curto prazo provenientes da análise econômica com as recomendações de longo prazo procedentes da análise monetária. Deste modo, o Conselho considera todos os aspectos complementários existentes entre os dois pilares ao efetuar a verificação cruzada, reduzindo os possíveis riscos de erros de política (quadro 5, p. 275).

Outro elemento importante para a estratégia de política monetária do BCE diz respeito à questão da transparência, comunicação e credibilidade. A transparência é definida como uma circunstância em que o banco central disponibiliza a sociedade toda a informação relevante sobre sua estratégia e decisões de política, fazendo de forma clara e oportuna. A comunicação constitui outro fator fundamental para a estratégia de política monetária. A comunicação esclarece os critérios em que as decisões de política são baseadas, ajudando a ancorar as expectativas em níveis ajustados com a estabilidade de preços. Finalmente, a credibilidade, no tocante a sua aversão à inflação, é outro aspecto

essencial para a consolidação da estabilidade monetária de um banco central. Nesta linha, um banco central torna-se credível no momento em que a sociedade confia no que ele diz que vai fazer.

Em continuação, esclarecemos como as decisões do BCE são executadas utilizando os instrumentos de política monetária. A execução das decisões de política monetária é conduzida pelo Conselho Executivo, orientando as taxas de juro de curto prazo do mercado monetário para o nível das taxas de juro previamente estabelecido pelo Conselho de Governo. Destarte, a estratégia de política monetária define qual o nível das taxas de juro necessário para a estabilidade de preços, enquanto o quadro operacional determina como atingir este nível de taxas de juro utilizando os instrumentos de política monetária.

O quadro operacional do Eurosistema abrange basicamente três componentes (quadro 6, p. 282). Primeiro, o BCE orienta as taxas de juro do mercado ao fornecer reservas aos bancos para atenderem as suas necessidades de liquidez através das operações de mercado aberto. Segundo, o Eurosistema aplica, em circunstâncias excepcionais, duas facilidades permanentes com a finalidade de viabilizar os empréstimos ou depósitos pelo prazo overnight. Terceiro, o BCE exige que as entidades mantenham recursos mínimos obrigatórios em contas de depósito, qualificadas de reservas obrigatórias.

No capítulo 11 desenvolvemos uma reflexão crítica em torno do papel da política monetária do BCE antes e durante a gestão da crise global, analisando se suas atuações caminham em direção à prevenção de crises futuras ou, meramente, a suavização dos efeitos adversos sobre a economia. Ainda que o objetivo central do presente capítulo seja analisar as medidas de política monetária do BCE em resposta à crise, também se realiza uma reflexão crítica do alcance desta política frente a outros bancos centrais, destacando neste contexto as suas limitações operativas.

Desde sua criação, a manutenção da estabilidade de preços vem sendo o objetivo principal da política monetária do BCE. De fato, a entidade vem alcançando resultados satisfatórios no tocante ao cumprimento do controle de

preços. A única exceção observada foi durante a fase inicial da crise, circunstância em que a taxa IHPC se distanciou da taxa proposta de referência (tabela 20, p. 291).

A crise global resultou em graves tensões nos mercados financeiros, demandando uma série de respostas sem precedentes por parte do BCE. Tal fato suscitou em um conjunto de medidas convencionais e não convencionais de política monetária (figura 10, p. 301). Dentre as práticas convencionais, ressaltamos a rápida redução das taxas oficiais de juro até um nível mínimo não observado em toda a Eurozona. Dentre as medidas não convencionais, destacamos as medidas de apoio ao crédito e o programa dos mercados de títulos da dívida, instituídos com a finalidade de reforçar o mecanismo de transmissão, diante de um contexto de disfuncionalidade nos mercados.

Embora estas medidas tivessem sido idealizadas com o objetivo de tentar estabilizar a condição financeira reduzindo o possível contágio à economia real, entendemos que são práticas empregadas para atenuar os sintomas adversos e não ações dirigidas para resolver crises futuras. Portanto, nossa conclusão é que, até o momento, nenhuma das medidas empregadas pelo BCE caminham no sentido de resolver as causas da crise apontadas na Parte I.

Devemos salientar, entretanto, que, embora a política monetária do BCE seja decisiva para a condução da crise, é apenas um pedaço da solução da crise. Por este motivo, torna-se evidente que as medidas de política necessárias ao combate das causas da crise ultrapassam o campo de atuação atual do BCE.

Por outro lado, a utilização da política monetária pelo banco central para reagir diante da formação de bolhas nos preços dos ativos tem sido bastante discutido na literatura recente, sobretudo após a manifestação da crise global. Não há dúvidas, que a ruptura de preços de ativos supostamente inflados provocam efeitos nefastos sobre uma economia, fato comprovado através do canal do efeito riqueza sobre o consumo, tratado na Parte II deste trabalho. Portanto, as bolhas de preços são um importante desafio a ser considerado na estratégia de política monetária de qualquer banco central. A crise global

demonstrou certa tendência em apoiar a abordagem *leaning against the wind*; ou seja, mesmo na ausência de pressões inflacionistas no curto prazo, a política monetária torna-se restritiva para conter um incremento acelerado nos preços dos ativos. Ainda que o BCE demonstre algum apoio (ECB, 2010d; ECB 2011a) a esta perspectiva, não observamos de maneira explícita o endosso irrestrito desta abordagem. Logo, é necessário avançar um pouco mais neste tópico.

Outro aspecto importante diz respeito à questão da estabilidade financeira e como tal papel se articula com a condução da política monetária. Não obstante a condução da política monetária viesse sendo orientada pelo objetivo da estabilidade de preços, tal fato se revelou insuficiente para assegurar a estabilidade financeira. A crise global tornou evidente que garantir a estabilidade de preços, ainda que seja um pré-requisito, não representa uma condição suficiente que assegure a estabilidade financeira (Carney, 2009; Noyer, 2011; Smaghi, 2011; Svensson, 2010; White, 2006). A argumentação de que estabilidade monetária e estabilidade financeira sejam estratégias de políticas distintas, não comprova que não exista conexão entre as mesmas. Deste modo, a política monetária deve ser administrada atendendo a política de estabilidade financeira e, a política de estabilidade financeira deve ser conduzida tendo em conta a política monetária.

Relativamente ao Eurosistema, observamos uma postura bastante débil no tocante à estabilidade financeira, tendo em vista que sua contribuição seja apenas subordinada ao objetivo principal da estabilidade de preços. Nossa opinião é que a política de estabilidade financeira deva ser administrada pelo Eurosistema de forma separada da política de estabilidade de preços, como sucede, por exemplo, no Banco da Inglaterra, ainda que ambas estratégias sejam complementárias. Portanto, é necessário avançar com uma combinação de políticas não somente oferecida pela frágil política monetária de controle de preços do BCE. Considerando que as decisões sobre estabilidade financeira envolvem maior intercâmbio com os Governos e outros órgãos, devem ser

definidas competências bastante concretas, no tocante aos meios utilizados pelo BCE para garantir a estabilidade financeira.

As reformas de Basiléia III representam outro grande passo dado no sentido do fortalecimento da regulação, supervisão e gestão de riscos do sistema financeiro global. Concisamente, Basiléia III tem por objetivo fortalecer os atuais requerimentos de capital das entidades financeiras, melhorando sua qualidade e consistência. Considerando a natureza do fortalecimento proposto, optou-se por estabelecer um cronograma de transição mais dilatado (2013-2019), em que as medidas serão introduzidas paulatinamente. As reformas de Basiléia III simbolizam um enorme esforço para fortalecer a regulação do sistema financeiro e suas iniciativas vão em direção a uma suposta solução de parte das causas imediatas da crise, apontadas na Parte I. Tendo em conta a rápida evolução da função financeira no atual contexto global, entendemos que o cronograma sugerido para implantação é demasiado extenso devendo ser diminuído.

Uma das principais lições extraídas desta crise é a necessidade de se constituir um marco institucional para acompanhar as distintas fontes de riscos sistêmicos, avaliando as suas consequências para o sistema financeiro. Neste contexto, o novo marco macroprudencial traduz outro valioso instrumento à disposição para evitar riscos sistêmicos. O princípio básico da política macroprudencial é combater a falácia de que se cada entidade é sólida, todo o sistema bancário deverá ser também. A política macroprudencial tem por objetivo limitar o risco sistêmico de forma a reduzir os custos que uma instabilidade financeira pode conferir sobre uma economia.

Neste sentido, a criação do Comitê ESRB representa um importante avanço em direção à supervisão macroprudencial do sistema financeiro da UE. O comitê não exerce nenhum controle sobre os instrumentos de política, fazendo apenas recomendações e alertas às autoridades responsáveis. Diante deste novo ambiente, o BCE assume um papel ilustre, já que oferecerá apoio administrativo e logístico para o ESRB e para sua Secretaria. As novas responsabilidades macroprudenciais são uma fonte de enormes desafios, sendo imperativo que o

BCE conserve sua integridade e seu conceito de independência. Além disso, as decisões macroprudenciais devem ser levadas em conta pela política monetária para apoiar a estabilidade financeira, promovendo uma troca de informação entre as autoridades competentes.

Como conclusão, todos os empenhos realizados até o momento caminham no sentido de resolver somente parte das causas imediatas da crise global, não existindo esforços políticos coordenados da UE com vistas a resolver as suas reais causas estruturais. Portanto, isto é um aviso antecipado de que há muito trabalho a ser feito, tanto por parte do BCE como especialmente por parte dos Governos europeus, com a finalidade de evitar futuras e recorrentes crises desta natureza.

CONCLUSÕES GERAIS

“El valor de una nación no es otra cosa que el valor de los individuos que la componen”.

John Stuart Mill (1806-1873),
Filósofo y economista inglés.

CONCLUSÕES GERAIS

Em linhas gerais, este trabalho sobre a crise financeira global e seu impacto sobre a economia real europeia teve o propósito de cumprir, em nossa concepção, um triplo objetivo: primeiro, identificar as causas determinantes da crise diferenciando em fatores imediatos e estruturais (Parte I); segundo, conhecer o impacto que a crise produz sobre a economia real, através da análise do efeito riqueza de dez países da UEM e de sua conexão com o consumo privado, componente fundamental para o crescimento econômico (Parte II); terceiro, verificar, através de uma perspectiva normativa, qual o papel desempenhado pelo BCE durante a gestão da crise, tratando de entender se suas atuações de política caminham ou não em direção à prevenção de crise futuras (Parte III).

Para alcançar os objetivos da Parte I desenvolvemos, em princípio, no capítulo 1 uma reflexão teórica sobre a evolução do sistema monetário e financeiro com a finalidade de descrever o desenvolvimento histórico do sistema financeiro global. Aqui, apresentamos o padrão ouro clássico, o acordo de Bretton Woods e o seu posterior colapso que conduziu a economia mundial à globalização.

De fato, a globalização trouxe mudanças nas práticas financeiras, permitindo que o capital se transladasse rapidamente com base no avanço da tecnologia da informação. A globalização financeira resume, portanto uma nova etapa do capitalismo onde são eliminadas as restrições à mobilidade de capitais. Este regime ha sido qualificado pela literatura como “regime de crescimento dirigido pelas finanças” (Boyer, 2000), “economia mundial financiarizada” (Epstein, 2005), “regime de acumulação financializado” (Chesnais, 2001), “capitalismo de ações” (Plihon, 2004) ou então “capitalismo financeiro” (Aglietta e Reberlioux, 2004; Batsch, 2002).

A partir deste contexto em que os objetivos de rentabilidade das empresas ficam subordinados aos objetivos financeiros, observa-se uma

desconexão entre o crescimento do setor real com o setor financeiro, um aumento endividamento das famílias, mudanças nos comportamentos das corporações, etc. Sobre esta ótica, a globalização e a intensa conexão dos mercados globais têm aumentado o risco de contágio de crises financeiras, podendo transformar um colapso local em uma crise globalizada.

No capítulo 2, analisamos a gênese da crise e sua evolução à crise global. A crise financeira foi precipitada por uma bolha de preços no setor imobiliário estadunidense, que se formou à medida que as famílias adquiriam imóveis na expectativa de que a valorização refinanciasse as hipotecas com lucros. Isto deu início a um processo que tornaria atrativo comprar um imóvel alimentando um círculo vicioso que ampliava o aumento dos preços. Uma parte dessas práticas pertencia ao segmento subprime, ou seja, empréstimos hipotecários de alto risco e de taxa de juro variável concedido a clientes sem comprovação de renda.

Mais adiante, as entidades financeiras criaram produtos derivativos, transformando em títulos securitizados nos mercados interbancários. Com os créditos hipotecários securitizados, as entidades adotavam uma estratégia agressiva, captando recursos e oferecendo títulos em troca, com o objetivo de emprestar novamente, seguindo numa espiral ilimitada de intermediações financeiras. Por sua parte, os investidores buscavam os títulos securitizados, já que ofereciam altas rentabilidades e elevada qualificação, outorgada incorretamente pelas agências de rating. Esta dinâmica facilitou sua comercialização, onde a procura tornou-se tão intensa, que as entidades negociavam imóveis a pessoas que não poderiam pagar.

Quando o FED elevou as taxas de juro em 2005, desregulou-se a máquina imobiliária derivando na queda dos preços; tornando impossível o refinanciamento aos clientes subprime tornando-se inadimplentes. Como fruto, os títulos securitizados deixaram de ser negociados, desencadeando um efeito dominó de liquidez e solvência nas entidades do sistema financeiro. Isto resultou a que os Governos de importantes economias estruturassem planos gigantescos de resgates econômicos e seus respectivos bancos centrais promovessem uma

redução sincronizada das taxas de juro com o intuito de estimular o consumo e reduzir os efeitos de uma recessão global.

Em atenção aos fatores determinantes do capítulo 3, entendemos que a origem da crise global pode ser atribuída tanto a fatores imediatos, que guardam uma relação mais estreita com o problema das hipotecas, como a fatores estruturais, que conservam uma relação mais profunda com a gênese da crise. Neste sentido, parece razoável refletir que as causas imediatas são mais fáceis de identificar, já que estão diretamente relacionadas com o problema. Por outro lado, as causas estruturais são mais difíceis de reconhecer, devido a sua relação indireta, exigindo uma análise mais profunda.

Dentre as causas imediatas, parece existir um consenso de que as mesmas derivam do setor financeiro, em particular da regulamentação negligente (Buiter, 2007; Eichengreen, 2009; Fernández de Lis, 2008; Goldstein, 2008; Krugman, 2009; Roubini e Mihm, 2010; Stiglitz, 2008), de falhas na avaliação dos riscos dos produtos securitizados (Buiter, 2007; Eichengreen, 2009; Fernández de Lis, 2008; Persaud, 2009; Roubini e Mihm, 2010), dos incentivos das entidades financeiras desalinhados com as necessidades da economia (Stiglitz, 2008), da inovação dos instrumentos financeiros (Farhi *et.al.* 2008; Fernández de Liz 2008; Stiglitz 2008), entre outros fatores importantes.

Contudo, existe certo consenso que outros fatores macroeconômicos³²⁵ desempenharam um papel bastante decisivo para o colapso financeiro, criando as condições propícias para um boom do crédito e da elevação dos preços imobiliários (Buiter, 2007; Eichengreen, 2009; Fernández de Lis, 2008; Roubini e Mihm, 2010; Stiglitz, 2008; Taylor, 2007 e 2009; Visco, 2009).

Do ponto de vista estrutural, a crise global é derivada de um conjunto de causas que vão mais além do que a desregulação do sistema financeiro (Álvarez e Medialdea 2009; Fernandez *et.al.* 2008; Sapir 2008; Stockhammer 2009; Wade 2008). Em linha com a argumentação de outros autores (Crotty, 2008; Crotty e

³²⁵ Política monetária adotada pelo FED de abundância de liquidez e de taxas de juros reduzidas no período prévio à crise.

Epstein, 2008; Epstein, 2009), é interessante concluir que foi o sistema financeiro debilmente regulado, fundamentado na hipótese de eficiência dos mercados defendida pelo modelo neoliberal, o fator determinante desta crise financeira.

Além disso, a crise resulta de problemas estruturais intrínsecos ao sistema capitalista relacionados com a desigualdade, que promoveu a concentração da renda empobrecendo as classes menos favorecidas (Fernandez *et.al.*, 2008; Sapir, 2008; Stockhammer, 2009; Vence 2008). Desde esta perspectiva, nossa análise converge com a reflexão de Fernandez *et.al.* (2008) de que “a desigualdade gera instabilidade”. Neste ambiente, as classes de renda menos favorecidas – fruto de uma política geradora de desigualdades – que não reuniam as condições para honrar com os compromissos não poderiam ter sido induzidas a entrar em um negocio hipotecário fictício.

Por esta razão, torna-se evidente que crise global necessita de soluções definitivas e não paliativas para que este problema não seja recorrente. As soluções devem ir mais além do que a regulação do sistema financeiro global, devendo concentrar os recursos para resolver os problemas da desigualdade. Neste cenário, o papel do Estado precisa ser resgatado como um ente articulador para um desenvolvimento mais justo com participação da sociedade.

De forma a alcançar os objetivos da Parte II (avaliar o impacto que a crise produz sobre a economia real), revisamos sistematicamente no capítulo 4 os aspectos teóricos relativos aos meios de transmissão da crise, de onde destacamos estudos importantes sobre o canal do efeito riqueza, objeto desta pesquisa. O efeito riqueza é um termo comumente empregado para relacionar a evolução da riqueza com a expansão do consumo privado. Em síntese, é um fenômeno provocado sobre o consumo ante a percepção da variação da riqueza como resultado da variação dos preços dos ativos.

Em continuação, analisamos no capítulo 5 algumas evidências dos efeitos da crise sobre a economia, desde um enfoque global e comparado por países. O estudo da evolução dos dez países da UEM nos permite comprovar a existência de comportamentos diferenciados. Em essência, a crise não alterou a taxa de

desemprego em Alemanha e Áustria; países que haviam introduzido no passado um sistema de proteção laboral preservando a empregabilidade das pessoas. Por outro lado, a elevação da taxa de paro em Espanha e Irlanda foi dramática; países em que evaporaram grande parte dos postos de trabalho em razão do colapso do setor da construção.

Quanto à evolução dos componentes do PIB, a queda dos investimentos, dado sua natureza relativamente volátil, foi bastante superior à caída do consumo durante a crise. A queda do consumo se destaca em Espanha, Grécia e Irlanda, países duramente atingidos pela caída da riqueza, pela contração do crédito e pelo aumento do paro. Constata-se, por outro lado, que consumo público é único componente que cresce durante a crise, atribuído, em parte, às ações assistencialistas dos Governos europeus, conduzindo, em alguns casos, a descontroles orçamentários.

No capítulo 6, examinamos a evolução do crédito nos países da Eurozona, tendo em conta que o canal do crédito guarda uma conexão intensa com o consumo das famílias. Em linhas gerais, pode-se afirmar que o impacto da crise sobre o crescimento do crédito foi bastante expressivo. Após sofrer um período expansivo durante a etapa prévia a crise, o crescimento do crédito ao consumo tem permanecido em níveis negativos em razão da crise, denotando uma tendência recessiva para os empréstimos concedidos nos próximos trimestres.

Observa-se que países como Grécia, Irlanda e Espanha que ostentaram as maiores taxas de crescimento do crédito na fase expansiva, foram aqueles que sofreram as maiores restrições durante a crise, dado que empregavam um modelo de crescimento com base no aumento do consumo estimulado pela oferta de crédito. Porém, outros países como Alemanha que não abusaram do crédito em conjunturas favoráveis foram os que sofreram as menores restrições na crise. Deste modo, o crédito pode tanto estimular o crescimento do consumo em contextos expansivos como pode prejudicar a recuperação do próprio consumo em cenários recessivos; especialmente se o consumo é financiado.

A seguir, examinamos no capítulo 7 o impacto que o efeito riqueza produz sobre o consumo, tomando como base a evolução dos índices de preços. Utilizamos os índices de preços como proxies do valor da riqueza, examinando, entre outros aspectos, a relação entre a variação do consumo e dos índices de preços para os dez países no período 2000-2010. Os resultados em nível agregado revelam uma relação positiva tanto para o índice IRF como para o índice IRV. Entretanto, a análise de relações sugere mais consistência para a riqueza imobiliária. Os resultados demonstram ainda uma relação inversa entre a variação do consumo e da taxa de paro, ainda que possa estar agrupando nesta análise comportamentos diferenciados.

Embora a utilização de índices de preços como proxies dos níveis de riqueza sejam métodos usualmente empregados, tais índices não refletem as variações dos valores da riqueza, podendo conduzir a resultados inconsistentes. Por esta razão, introduzimos no capítulo 8 uma metodologia para reconstrução dos valores da riqueza. Primeiro, verificamos que o valor da riqueza imobiliária é superior ao nível da riqueza financeira, o que poderia ser justificado pelas dívidas hipotecárias que se transladam a riqueza financeira subavaliando o valor calculado. Segundo, o crescimento da riqueza imobiliária foi superior ao aumento da riqueza financeira, em razão da elevação do preço das propriedades. Terceiro, os resultados da análise de relações entre a variação do consumo e dos níveis de riquezas revelam uma relação positiva, tanto para a riqueza imobiliária como para a riqueza financeira e riqueza total.

Devemos advertir que todos os resultados alcançados da análise de relações para os índices de preços (capítulo 7) e para os valores estimados das riquezas financeira e imobiliária (capítulo 8) devem ser interpretados com cautela, tendo em conta que representa uma simples aproximação do impacto que o efeito riqueza produz sobre o consumo, utilizando a técnica de correlações das variações das variáveis. Logo, tais resultados não devem ser interpretados como definitivos.

Isto nos levou a desenvolver o capítulo 9, buscando quantificar o impacto que o efeito riqueza gera no consumo, mediante a utilização de modelos econométricos com efeitos fixos; obtendo, destarte, uma aproximação quantitativa mais precisa. A primeira especificação comprova a estreita relação entre as variáveis explicativas e o nível de consumo per capita. Por sua vez, a segunda especificação demonstra a relação entre a variação das variáveis explicativas e do consumo per capita.

Em síntese, os resultados sugerem a existência de um efeito riqueza positivo e significativo sobre o consumo em todos os modelos estimados. Em quanto ao impacto total estima-se, por exemplo, que um aumento (redução) de 10% na riqueza total provoca um aumento (redução) de 1,1% no nível de consumo ao longo do tempo. Além disso, constatamos o predomínio do efeito riqueza financeiro sobre o efeito imobiliário. Ainda que os ativos imobiliários tenham sido o suporte das expectativas de consumo das famílias e a base do comportamento creditício na última década, os ativos financeiros traduzem um maior grau de liquidez e uma maior facilidade de medição. Por outra parte, a inclusão da taxa de paro demonstra a coexistência de um efeito desemprego, guardando uma relação negativa e significativa sobre o consumo.

Merece ser ressaltado que estes efeitos contemplam a inclusão da variável dummy relativa à crise global, que se manifesta em uma deterioração do consumo. Esta variável fictícia permite confirmar a presença de um efeito riqueza significativo, possibilitando obter uma interpretação mais completa dos fatores que estão por detrás do comportamento do consumo; tanto na etapa expansiva como na fase atual, afetado por fortes restrições de crédito além de uma incerteza generalizada.

Na sequência, introduzimos a Parte III do trabalho de caráter normativo e interpretativo com vistas a conhecer e tratar de entender o papel do BCE durante a gestão da crise global. Para tanto, delineamos no capítulo 10 os aspectos básicos relativos ao processo de criação do BCE, descrevendo a sua gênese, apresentando a sua estrutura, detalhando a sua estratégia de decisão e

também esclarecendo como as decisões são conduzidas utilizando os instrumentos de política monetária.

O BCE é a entidade responsável pela condução da política monetária na Eurozona, iniciando as suas atividades depois da oficialização da UEM em janeiro 1999. O objetivo principal do Eurosistema, previsto no Tratado da UE, é a manutenção da estabilidade de preços. Merece ser destacado que, contrariamente ao que sucede em outros bancos centrais, o mandato do BCE é exclusivo abrangendo somente o controle da inflação. Embora o Tratado estabeleça como objetivo a manutenção da estabilidade de preços, este não apresenta uma definição precisa no que consiste a estabilidade monetária. Por este motivo, o Conselho de Governo esclareceu posteriormente este objetivo afirmando que se trata de manter taxas de inflação em um nível inferior, todavia próximo a 2% em médio prazo.

Elaboramos, a seguir, o capítulo 11 onde se desenrola uma reflexão crítica em torno do papel da política monetária do BCE antes e, sobretudo durante a gestão da crise global, avaliando se suas atuações caminham em direção ou não à prevenção de crises futuras. É importante enfatizar, mais uma vez, que, embora o objetivo central seja a análise das medidas de política monetária do BCE frente à crise, se realiza de forma adicional uma breve reflexão crítica em torno do alcance desta política em comparação com outros bancos centrais.

Neste contexto, devemos reconhecer as limitações institucionais do BCE, já que sua missão é singular resumindo-se apenas ao controle da inflação; diferentemente do que sucede em outros bancos centrais, onde prevalecem distintos objetivos de política envolvidos³²⁶. Isto denota que o mandato exclusivo do BCE resume-se a política monetária, enquanto outros bancos centrais possuem objetivos múltiplos que extrapolam os próprios objetivos da política monetária. Ou seja, o BCE tem à sua disposição menos instrumentos de política para atuação do que os outros bancos centrais tradicionais.

³²⁶ Criação máxima de emprego, estabilidade financeira, etc.

Além disso, a política monetária do BCE possui outras importantes limitações, tendo em conta que não exerce a função de emprestador de último recurso que, segundo Steiger (2004), consiste no princípio básico que norteia um verdadeiro banco central. Contudo, estas reflexões, embora sejam considerações importantes, extrapolam os objetivos do presente trabalho.

Desde sua criação, a direção da política monetária do BCE vem sendo orientada pelo objetivo principal da manutenção da estabilidade de preços em médio prazo. Pode-se afirmar que o BCE vem conseguindo alcançar um êxito relativo no tocante ao cumprimento do controle de preços, dado que a taxa de inflação medida pelo IHPC se manteve próxima à taxa de referencia de 2%, com exceção em 2008 e 2009.

As fortes tensões observadas nos mercados financeiros derivados da crise demandaram uma série de respostas, sem precedentes por parte do BCE. Tal episódio suscitou em um conjunto de decisões aplicadas, agrupadas em forma de medidas convencionais e não convencionais de política monetária. Dentre as práticas convencionais, destaca-se a rápida redução das taxas oficiais de juro até um nível mínimo histórico. Dentre as medidas não convencionais, ressaltam-se as medidas de apoio ao crédito e o programa dos mercados de títulos da dívida, criados com o objetivo de reforçar o mecanismo de transmissão, diante de um contexto de disfuncionalidade nos mercados. Logo, são medidas extraordinárias utilizadas para complementar as ações convencionais.

Em essência, tais medidas falham em dois grandes aspectos. Primeiro porque tanto as ações convencionais como as práticas não convencionais demonstram-se insuficientes, já que não vem garantindo a estabilidade financeira necessária nos mercados. Segundo porque as medidas extraordinárias, especialmente o programa dos mercados de títulos tem alcance limitado, tendo em conta que o BCE (a exemplo do que não ocorre em outros bancos centrais) não pode exercer, por razões legais, a função de emprestador de último recurso com uma intervenção ilimitada no mercado de títulos da dívida.

Não obstante estas medidas tivessem sido concebidas com a finalidade de tentar estabilizar a situação financeira dos mercados restringindo o contágio à economia real, entendemos que são práticas utilizadas com vistas a atenuar os sintomas da crise e não ações dirigidas para resolver crises futuras. Portanto, concluímos que as medidas de política empregadas pelo BCE têm, até o momento, efeitos bastante limitados no sentido de resolver as causas imediatas e, sobretudo as causas estruturais destacadas na Parte I.

Devemos advertir, entretanto, que a política monetária do BCE, embora seja decisiva para a condução da crise, é apenas uma parte da solução não sendo o centro da solução. Por isso, torna-se evidente que as medidas de política necessárias ao combate das causas da crise ultrapassam o campo de atuação do BCE. Entendendo que a própria política monetária³²⁷ possui por natureza limitações, o centro da solução extrapola a política de controle de preços do BCE, devendo ser empregados pelos Governos outros mecanismos de política econômica para poder intervir e resolver de forma definitiva as causas da crise.

Outro tópico, que faz uma conexão importante com a Parte II deste trabalho, diz respeito à utilização da política monetária pelo banco central para reagir diante da formação de bolhas especulativas nos preços dos ativos. Trata-se de um tema que, em razão da crise, tem sido objeto de intensa discussão na literatura recente. As evidências empíricas da Parte II (capítulo 9) demonstram que a ruptura de preços de ativos sobreavaliados provocam efeitos adversos sobre o consumo e a economia real, através do canal do efeito riqueza.

Neste contexto, as bolhas de preços revelam-se um importante desafio a ser considerado na estratégia de política monetária, fato revelado através da abordagem *leaning against the wind*. Isto denota que, mesmo na ausência de pressões inflacionistas, a política monetária deve ser mais restritiva para conter um aumento acelerado nos preços dos ativos. Embora a política do BCE venha apoiando esta nova perspectiva, nossa conclusão, é que não se observa o

³²⁷ Controle da oferta monetária, taxas de juro, crédito.

endosso incondicional a esta abordagem. Isto demonstra uma evidente fragilidade por parte do BCE.

A crise global tem demonstrado que a garantia da estabilidade de preços, ainda que seja um requisito necessário, não representa uma condição suficiente que assegure a estabilidade financeira. Neste sentido, observamos uma postura bastante fragilizada do BCE no tocante à estabilidade financeira, considerando que sua contribuição seja apenas subordinada ao objetivo principal da estabilidade de preços; ao contrário do que acontece, por exemplo, com o Banco da Inglaterra onde a estabilidade de preços e a estabilidade financeira são objetivos distintos de política, compartilhando o mesmo nível hierárquico.

Nosso juízo, portanto converge com o enfoque de Svensson (2010) de que a política de estabilidade financeira deva ser administrada pelo BCE de forma separada da política de estabilidade de preços, ainda que ambas estratégias sejam complementárias. É preciso avançar um pouco mais no tema, com uma combinação de políticas não apenas sugerida pela política de controle de preços. Tendo em conta que as decisões sobre estabilidade financeira envolvam um maior intercâmbio com outras entidades e Governos, sugerimos que devam ser estabelecidas competências precisas e, sobretudo transparentes, no que se refere aos meios empregados para que o BCE assegure a estabilidade financeira.

Por sua vez, as reformas de Basiléia III simbolizam um esforço no sentido de fortalecer a regulação do sistema financeiro global. Em síntese, tais reformas visam fortificar os atuais requerimentos de capital das entidades financeiras, melhorando sua qualidade e consistência. Optou-se por estabelecer, entretanto, um cronograma de implantação bastante largo (2013-2019) de forma que as medidas sugeridas sejam introduzidas gradativamente. Nossa conclusão, é que as iniciativas de Basiléia III caminham em direção a uma possível solução de parte das causas imediatas da crise³²⁸. No entanto, sugerimos que o cronograma

³²⁸ Desregulação do sistema financeiro.

de implantação seja prontamente reduzido, tendo em conta a rápida evolução da função financeira no atual contexto global.

Uma das principais lições extraídas da crise é a necessidade de se instituir um marco institucional para monitorar as fontes de riscos sistêmicos. A criação do Comitê ESRB em janeiro de 2011 representa um importante avanço em direção à supervisão macroprudencial do sistema financeiro da UE. Em essência, o ESRB comete recomendações e alertas às autoridades responsáveis, não exercendo controle direto sobre os instrumentos de política. O regulamento que estabelece o ESRB atribui ao BCE um papel destacado, já que oferecerá apoio administrativo e logístico para o ESRB e sua Secretaria. As novas responsabilidades macroprudenciais são uma fonte de desafios, sendo imprescindível que o BCE cultive sua integridade e o conceito de independência.

Como conclusão final, observamos que todos os esforços cometidos caminham, até o momento, no sentido de resolver apenas parte das causas imediatas da crise global. Visivelmente, isto denota que ainda não existem esforços políticos coordenados, no âmbito da UE, com objetivo de se solucionar as reais causas estruturais apontadas³²⁹.

Depois de decorrido alguns anos, o mais espantoso é que a crise continua intensa onde as mudanças foram, em geral, relativamente pequenas. Enquanto isso, a desigualdade e o desemprego continuam aumentando onde os reflexos sobre a economia são cada vez mais ruinosos. Reflexos estes que atingem o frágil cidadão comum, que, em momento algum, não gerou este problema, pagando um preço demasiadamente oneroso pelas sequelas da crise financeira.

Em definitiva, concluímos que as medidas de política para a saída da crise deverão ter, pelo menos, um alcance estrutural similar às ações adotadas em Bretton Woods, conforme apontado por Yáñez (2012). Por este motivo, continuar insistindo essencialmente na política monetária de controle de preços do BCE³³⁰ e nas políticas fiscais de controle de gastos públicos da UE, exigindo

³²⁹ Fragilidade do modelo neoliberal; desigualdades de renda, etc.

³³⁰ Ainda que sejam usadas as medidas não convencionais pela entidade.

que a maioria dos cidadãos siga sacrificando-se com redução de renda e postos de trabalhos, não fará mais do que prolongar o prazo para a saída da crise.

A crise global continua em curso e seus efeitos provavelmente continuarão comprometendo a economia real dos países europeus por algum tempo. Neste sentido, sugerimos como futura linha de investigação explorar outros canais de transmissão da crise. Por exemplo, o canal do acelerador financeiro poderia ser mais bem estudado diante de um contexto de crise, tratando de entender como o efeito riqueza sobre o consumo pode ser amplificado pelo acelerador financeiro. Os efeitos do acelerador financeiro condicionado pelo agravamento das condições financeiras estão presentes, reduzindo os preços dos ativos e a possibilidade de consumo; gerando uma nova onda de retração no crédito, produzindo um clico vicioso. Por isto, compreender a relação entre a evolução do crédito e os preços dos ativos e o seu impacto sobre o consumo carece de uma maior análise.

A crise global é uma grave doença que precisa ser enfrentada com coragem e determinação. O caminho da recuperação econômica deverá ser fundamentado em políticas públicas de natureza estrutural para que sejam resolvidos, de forma definitiva, os problemas basilares da crise. Neste contexto, outra possível linha de pesquisa seria examinar outros tipos de políticas econômicas (fiscal, cambial, renda) empregadas atualmente pelos Governos europeus; considerando que a missão, o campo e os instrumentos de atuação da política monetária do BCE permanecem bastante limitados tanto para enfrentar as causas imediatas como, sobretudo para resolver as reais causas estruturais.

Por último, os reflexos da crise global, desencadeada pela frágil situação fiscal e econômica europeia, sobre a economia do Brasil continuam incertos. Ainda que tenham sido adotadas medidas recentes de controle de capitais pelo Governo brasileiro, observam-se fortes influxos de capitais que vem contribuindo para alimentar a expansão da liquidez e do crédito. Neste cenário, o rápido crescimento do crédito vem colaborando a inflacionar o preço dos ativos domésticos, representando um risco futuro à estabilidade financeira do país.

Surge aí o papel do Banco Central do Brasil que, diante das lições aprendidas com a política limitada e desacertada do BCE, deve adotar uma postura de política mais preventiva de forma a coibir um aumento indiscriminado nos preços dos ativos, cujo colapso vem demonstrando efeitos bastante adversos sobre o consumo atual das famílias.

Referências bibliográficas

- ABBASSI, P.; LINZERT, T. (2011): *The effectiveness of monetary policy in steering money market rates during the recent financial crisis*. (ECB Working Paper, 1328). Frankfurt: European Central Bank.
- AGLIETTA, M.; REBERIOUX, A. (2004): *Dérives du capitalisme financier*. Paris : Albin Michel.
- ALBEROLA, E.; TRUCHARTE, C.; VEGA, J. (2011): "Central banks and macroprudencial policy. Some reflections from the Spanish experience", *Documentos Ocasionales*, Banco de España, núm. 1105, pp. 5-26.
- ALCHIAN, A. A.; KLEIN, B. (1973): "On a Correct Measure of Inflation", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 5, pp. 173–191.
- ALESSI, L.; DETKEN, C. (2009): *Real-time early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: A role for global liquidity*. (ECB Working paper, 1039). Frankfurt: European Central Bank.
- ALVAREZ, G. (2008): *Los grupos de contratos en el crédito al consumo*. Tesis Doctoral, Universidad de La Coruña, España.
- ANDO, A.; MODIGLIANI, F. (1963): "The life cycle hypothesis of saving: aggregate implications and tests", *American Economic Review*, vol. 53, núm. 1, pp. 55-84.
- ÁLVAREZ, N.; MEDIALDEA, B. (2009): "Financiarización, crisis económica y socialización de las pérdidas", *Viento Sur*, núm. 100, pp. 21-32.
- ARRIAGA, R. (2008): "Efecto riqueza a partir de la revalorización de los activos inmobiliarios: análisis y evidencia empírica para el caso español", *Revista Análisis Económico*, vol. 24, núm. 55, pp. 7-28.
- BACEN (2008): *Relatório de Inflação*, Dezembro, vol. 10, núm. 4, Brasília: Banco Central do Brasil.
- BACEN (2009): *Relatório de Inflação*, Junho, vol. 11, núm. 2, Brasília: Banco Central do Brasil.

- BAER, M.; CINTRA, M.; STRACHMAN, E.; TONETO, R. (1995): “Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional”, *Revista Economia e Sociedade*, Campinas, núm. 4, pp. 79-126.
- BAILY, M.; LITAN, R.; JOHNSON, M. (2008): “The origins of the financial crisis”, Brookings Institution, *Fixing Finance Series*, paper 3.
- BALAGUY, H. (1996): *Le crédit à la consommation en France, Que sais-je?* Paris: Universitaires de France Presses.
- BARATA M., J.; PACHECO, L. (2003): “Asset prices and monetary policy: wealth effects on consumption”, *20th Symposium on Banking and Monetary Economics*. Birmingham.
- BARRET, G.; CROSSLEY, T.; WORSWICK, C. (2000): “Consumption and income inequality in Australia”, *The Economic Report*, num. 76, pp. 116-138.
- BARRO, R.; GORDON, D. (1983): “Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, pp. 101-121.
- BATHIA, A. (2007): *New landscape, new challenges: structural change and regulation in the U.S. financial sector*. (Working paper, 07/195). Washington, D. C.: International Monetary Fund.
- BATSCH, L. (2002): *Le capitalisme financier*. Paris: La Découverte.
- BAYOUMI, T; MELANDER, O. (2008): *Credit markets: empirical evidence on US macro-financial linkages*. (Working paper 08/169). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- BEAN, C. (2009): “Causes of the crisis: Key Lessons”, *G20 Workshop on the Global Economy*. Bombay.
- BECEIRO, C. (2002): “La globalización económica neoliberal y su incidencia en la salud”, *Revista Cubana de Salud Pública* 2002, v. 28, núm.1, pp. 22-37.
- BEIRAS, X. (2003): “Permanencia y cambio estructural en la mundialización”, en J. L. Sampedro *et.al.* [ed.]: *Un mundo para todos: Otra globalización es posible*, pp. 43-70. Barcelona: Icaria.

- BELLO, W. (1999): "Architectural blueprints, development models, and political strategies", Conference on Economic Sovereignty in a Globalised World. Bangkok.
- BELLO, W. (2009): "O colapso global – uma visão não ortodoxa". *British Broadcasting Corporation*, Londres, 6 de Fevereiro. Tradução de José Pedro Fernandes.
- BELLUZZO, L. (1995): "O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados", *Revista Economia e Sociedade*, núm. 4, pp. 11-20.
- BERNANKE, B.; BLINDER, A. (1988): "Credit, money and aggregate demand", *American Economic Review*, vol. 78, núm. 2, pp. 435-439.
- BERNANKE, B.; GERTLER, M. (1989): "Agency costs, net worth, and business fluctuations", *American Economic Review*, vol. 79, núm.1, pp. 14-31.
- BERNANKE, B.; GERTLER, M. (1999): "Monetary policy and asset price volatility", *Economic Review*, vol. 84, núm 4, pp- 17-51. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- BERNANKE, B.; GERTLER, M.; GILCHRIST, S. (1999): "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", en J. B. Taylor & M. Woodford [ed.]: *Handbook of Macroeconomics*, pp. 1341-1393. North Holland: Elsevier Science Publishing Company.
- BERNANKE, B.; GERTLER, M. (2001): "Should central banks respond to movements in asset prices?", *American Economic Review*, vol. 91, núm. 2, pp. 253-257.
- BERTAUT, C. (2002): *Equity prices, household wealth, and consumption growth in foreign industrial countries: wealth effects in the 1990s*. (International finance discussion papers, 724). Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- BERZOZA, C. (2002): *Los desafíos de la economía mundial en el siglo XXI*. Nivola: Madrid.

- BERZOZA, C. (2007): “América Latina y la mundialización”, en J. M. Martínez Peinado y R. Sánchez Tabarés [ed.]: *El futuro imposible del capitalismo*, pp. 203-221. Barcelona: Icaria
- BIS (2011): “Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking system”. Basel: Bank for International Settlements, revised version, June.
- BLINDER, A. (2000): “Central Bank credibility: Why do we care? How do we build it?”, *American Economic Review*, vol. 90, núm. 5, pp. 1421-1431.
- BLINDER, A.; REIS, R. (2005): “Understanding the Greenspan standard”, en *The Greenspan Era: Lessons for the Future Symposium*. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- BLUNDELL, R.; PRESTON, I. (1998): “Consumption inequality and income uncertainty”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, núm. 2, pp. 603-640.
- BOE (2009): *The role of macroprudential policy, A Discussion Paper*. London: Bank of England.
- BONNE, L.; GIROUARD, N. (2002): “The stock market, the housing market and consumer behavior”, *OECD Economic Studies*, vol. 32, núm. 2, pp. 175-200.
- BORDO, M. (1992): “Gold standard: theory”, en Newman, P.; Milgate, M. & Eatwell, J. [ed.]: *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*, vol. 2, pp. 267-71. London: Macmillan.
- BORDO, M. (1993): “The Bretton Woods international monetary system: a historical overview”, en Bordo, M. D.; Eichengreen, B. [ed.]: *A retrospective on the Bretton Woods System: lessons for international monetary reform*, pp. 3-108. Chicago: The University Chicago Press.
- BORDO, M.; DUEKER, M.; WHEELOCK, D. (2000): *Aggregate price shocks and financial instability: An historical analysis*. (NBER Working paper, 7652). Cambridge: National Bureau of Economic Research.

- BORIO, C.; LOWE, P. (2002): *Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus*. (Working paper, 114). Basel: Bank for International Settlements.
- BORIO, C; WHITE, W. (2003): "Whither monetary and financial stability: the implications of evolving policy regimes", *Proceedings*, pp. 131-211. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- BORIO, C.; DREHMANN, M. (2009): "Assessing the risk of banking crisis – revisited", *BIS Quarterly Review*, pp. 29-46.
- BORIO, C. (2011): "La implementación de un marco macropudencial: combinando audacia y realismo", *Papeles de Economía Española*, núm. 130, pp. 62-72.
- BOSTIC, R.; GABRIEL, S.; PAINTER, G. (2009): "Housing wealth, financial wealth and consumption: new evidence from micro data", *Regional Science and Urban Economics*, vol. 39, núm. 1, pp. 79-89.
- BOVER, O. (2005): "Efectos de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo: resultados a partir de la encuesta financiera de las familias", *Boletín Económico*, núm. 5, pp. 53-62, Banco de España.
- BOYER, R. (2000): "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis", *Economy and Society*, vol. 29, núm. 1, pp. 111-145.
- BRUMBERG, R.; MODIGLIANI, F. (1954): "Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross section data", in: K. K. KURIHARA [ed.]: *Post-Keynesian Economics*, pp. 388-436. New Brunswick: Rutgers University Press.
- BUITER, W. (2007): "Lessons from the 2007 financial crisis", Centre for Economic Policy Research, *Policy Insight*, núm. 18, pp. 1-33.
- CALOMIRIS, C.; GORTON, G. (1991): "The origins of banking panics, models, facts, and bank regulation", in R G Hubbard [ed.]: *Financial markets and financial crises*, pp. 11-90. Chicago: University of Chicago Press.
- CALVO, A. (2007): "La crisis de las hipotecas subprime y el riesgo de credit crunch", *Revista de Economía Mundial*, núm. 18, pp. 195-204.

- CARDARELLI, R.; IGAN, D.; REBUCCI, A. (2008): *The changing housing cycle and the implications for monetary policy*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*.
- CARNEY, M. (2009): "Some considerations on using monetary policy to stabilize economic activity", in *Financial Stability and Macroeconomic Policy, Jackson Hole Symposium*. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- CARROLL, C. (2004): "Housing wealth and consumption expenditure," *Academic Consultants Meeting of Federal Reserve Board*. Boston.
- CARROLL, C.; OTSUKA, M.; SLACALEK, J. (2006): *How large is the housing wealth effect? A new approach*. (NBER Working paper, 12746). Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- CARUANA, J. (2011): "El papel de los bancos centrales después de la crisis", Discurso pronunciado por el Director General del BIS, acto académico OBCE, 19 de enero.
- CARUANA, J.; CORDEWENER, K. (2011): "La historia del Comité de Basilea en materia de regulación de la solvencia: retos pasados, presentes y futuros", en Basilea III y los nuevos retos de la regulación de solvencia, *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 102. Madrid: Fundación de las Cajas de Ahorros.
- CARVALHO, F. (2008): "Entendendo a recente crise financeira global", em: *Dossiê da Crise*, pp.16-22. Porto Alegre: Associação Keynesiana Brasileira.
- CARVALHO, M.; SILVA, C. (2004): *Economia Internacional*, 3ª ed. São Paulo: Editora Saraiva.
- CASE, K.; QUIGLEY, J.; SHILLER, R. (2005): "Comparing wealth effects: the stock market versus the housing market", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 5, núm. 1, pp. 1-32.
- CECHETTI, S.; GENBERG, H.; LIPSKY, J.; WADHWANI, S. (2000): "Asset prices and central bank policy", *Central Banks and Asset Prices Conference*. Geneva.

- CECCHETTI, S.; GENBERG, H.; WADHWANI, S. (2002): "Asset prices in a flexible inflation targeting framework", en William Hunter, George Kaufman and Michael Pomerleano [ed.]: *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory and International Policies*, pp. 427–444. MIT Press: Cambridge, MA.
- CHANT, J. (2003): "Financial stability as a policy goal," en *Essays on Financial Stability*, by John Chant, Alexandra Lai, Mark Illing, and Fred Daniel, *Bank of Canada Technical Report*, núm. 95, pp. 3-4. Ottawa: Bank of Canada.
- CHESNAIS, F. (1995): "A globalização e o curso do capitalismo de fim de século", *Revista Economia e Sociedade*, num. 5, pp. 01-30.
- CHESNAIS, F. (2001): "La teoría del régimen de acumulación financiarizado: contenido, alcance e interrogantes", *Forum de la régulation*. Paris: Universidad de Paris-Lord, Villetaneuse.
- CHESNAIS, F. (2008): *Exposición sobre la crisis económica actual*, realizado no encontro organizado por Herramienta el 18 de septiembre, traducida por Aldo Casas.
- COBARRUBIA, F.; HEREDIA, J.; TABLADA, C. (2009): *Dólar y hegemonía. ¿Un orden monetario en el siglo XXI?* La Habana: Editora de Ciencias Sociales.
- COOPER, R. (1987): *The international monetary system: essays in world economics*. Massachusetts: MIT Press.
- CORAZZA, G. (1997): "Globalização: realidade e utopia", *Análise Econômica*, vol. 15, núm. 27, pp. 16-27.
- CORAZZA, G. (2003): "Globalização financeira: a utopia do mercado e a reinvenção da política", *XXXI Encontro Nacional de Economia*, Porto Seguro, Brasil.
- COUTINHO, L.; BELLUZZO, L. (1998): "Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas", *Revista Economia e Sociedade*, núm. 11, pp. 137-150.

- CROCKETT, A. (1997): "Why is financial stability a goal for public policy?", *Economic Review*, núm. 4, pp. 5-22.
- CROCKETT, A. (2003): "International standard setting in financial supervision", Institute of Economic Affairs Lecture, February 5.
- CROTTY, J. (2005): "The neoliberal paradox: the impact of destructive market competition and modern financial markets on non-financial corporation performance in the neoliberal Era", en Epstein G. A. [ed.]: *Financialisation and the World Economy*, pp. 77-110. Cheltenham: Edward Elgar, UK.
- CROTTY, J. (2008): *Structural causes of the global financial crisis: A critical assessment of the 'New Financial Architecture'*. (Working paper Series 2008-14). University of Massachusetts Amherst: Political Economy Research Institute (PERI).
- CROTTY, J; EPSTEIN, G. (2008): *Proposals for effectively regulating the U.S. financial system to avoid yet another meltdown*. (Working paper series, 2008-181). University of Massachusetts Amherst: Political Economy Research Institute (PERI).
- CUKIERMAN, A. (1992): *Central Bank Strategies, Credibility, and Independence*. Boston: MIT Press.
- CUNHA, A. (2009): "A crise financeira global: em busca de um novo Bretton Woods", *II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*. Porto Alegre.
- DATHEIN, R. (2005): "De Bretton Woods à globalização financeira: evolução, crise e perspectivas do sistema monetário internacional", *VII Encontro Nacional de Economia Política*. Curitiba.
- DAVIDSON, P. (1993): "Reforming the world's money", *Journal of Post-Keynesian Economics*, Knoxville, vol. 15, núm.2, pp.153-179.
- DAVIS, M.; PALUMBO, M. (2001): *A primer on the economics and time series econometrics of wealth effects*. (Finance and Economics Discussion Series,

- 2001-09). Washington, D. C.: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- DE GREGORIO, J. (2008): “Estabilidad de precios y estabilidad financiera: algunas reflexiones en la actual crisis financiera global”, *Documentos de Política Económica*, núm. 28, Banco Central de Chile.
- DE LA DEHESA, G. (2009): *La primera gran crisis financiera del siglo XXI*. Madrid: Alianza Editorial.
- DE LONG, J.; SHLEIFER, A.; SUMMERS, L.; WALDAN, R. (1990): “Noise trader risk in financial markets”, *Journal of Political Economy*, vol. 98, núm. 4, pp.703-738.
- DIAMOND, D.; RAJAN, R. (2009): *Illiquidity and interest rate policy*, (NBER Working paper, n. 15197). Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- DORE, R. (2008): “Financialization of the global economy”, *Industrial and Corporate Change*, vol. 17, núm. 6, pp. 1097-1112.
- DREGER, C.; REIMERS, H-E. (2011): “The long run relationship between private consumption and wealth: Common and idiosyncratic effects”, *Portuguese Economic Journal*, Published online, Springer.
- DRIFILL, J.; SOLA, M. (1998): “Intrinsic bubbles and regime-switching”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 42, núm. 2, pp. 357-373.
- DUISENBERG, W. (2001a): “The ECB’s monetary policy strategy and the quantitative definition of price stability”, letter from W. F. Duisenberg, President of the ECB, to the Chairman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, December 13, 2001.
- DUISENBERG, W. (2001b): “The contribution of the euro to financial stability,” in *Globalization of Financial Markets and Financial Stability - Challenges for Europe* (Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft), pp. 37–51.

- DUMÉNIL, G.; LÉVY, D. (2005): "Costs and benefits of neoliberalism: A class analysis", In: G. Epstein [ed.]: *Financialization and the World Economy*, pp. 17-45. Cheltenham: Edward Elgar, UK.
- DVORNAK, N.; KOHLER, M. (2007): "Housing wealth, stock market wealth and consumption: A panel analysis for Australia", *The Economic Record*, vol. 83, núm. 261, pp. 117-130.
- ECB (2008): "The ECB's monetary policy strategy and its implementation", *Monthly Bulletin of the EBC* (May), pp. 33-64. Frankfurt: European Central Bank.
- ECB (2009): *Housing finance in the euro area*. (Occasional paper series, 101). Frankfurt: European Central Bank.
- ECB (2010a): "The ECB's monetary policy stance during the financial crisis", *Monthly Bulletin of the EBC* (January), pp. 63-71. Frankfurt: European Central Bank.
- ECB (2010b): "The ECB's response to the financial crisis", *Monthly Bulletin of the EBC* (October); pp. 59-74. Frankfurt: European Central Bank.
- ECB (2010c): "The annual report 2010". Frankfurt: European Central Bank.
- ECB (2010d): "Asset price bubbles and monetary policy revisited", *Monthly Bulletin of the EBC* (November), pp. 71-83. Frankfurt: European Central Bank.
- ECB (2011a): *The monetary policy of the ECB*. 3^a ed. Frankfurt: European Central Bank.
- ECB (2011b): "The implementation of monetary policy in the euro area: general documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures". Frankfurt: European Central Bank.
- ECB (2011c): "Price stability: why is it important for you?". Frankfurt: European Central Bank.
- ECB (2011d): "Recent developments in loans to the private sector", *Monthly Bulletin of the EBC* (January), pp. 57-72. Frankfurt: European Central Bank.

- EDWARDS, S. (1998): "Two crises: Inflationary inertia and credibility", *The Economic Journal*, vol. 108, núm. 448, pp. 680-702.
- EICHENGREEN, B. (2000): *A Globalização do Capital: uma história do sistema monetário internacional*, São Paulo: Editora 34.
- EICHENGREEN, B. (2009): "The Financial Crisis and Global Policy Reforms", *Federal Reserve Bank of San Francisco's conference on Asia and the Financial Crisis*. Santa Barbara, United States.
- ELLIOT, J. (1980): "Wealth and wealth proxies in a permanent income model", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 9, núm. 3, pp. 509-535.
- EPSTEIN, G. (2001): "Financialization, rentier interests, and central bank policy", *Conference on "Financialization of the World Economy"* manuscript. Department of Economics, University of Massachusetts.
- EPSTEIN, G. (2005): *Financialization and the World Economy*. London: Edward Elgar.
- EPSTEIN, G. (2009): *A crise financeira global: evitar uma Grande Depressão e para o actual ciclo destrutivo*. Economia Global, Mercadorização e Interesses Coletivos – Ciclo Integrado de Cinema, Debates e Colóquios na Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- ESTEFANÍA, J. (1997): *Contra el pensamiento único*, Madrid: Taurus Pensamiento.
- ESTEVE, V.; PRATS, M. (2011): "La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis global", *Principios Estudios de Economía Política*, núm. 19, pp. 5-34.
- FARHI, M.; PRATES, D.; FREITAS, M.; CINTRA, M. (2008): "A crise e os desafios para a nova arquitetura financeira internacional", *Revista de Economia Política*, vol. 29, pp. 135-138.
- FARINHA, L. (2008): "Os efeitos da riqueza sobre o consumo em Portugal: uma abordagem microeconómica", *Relatório de Estabilidade Financeira*. Departamento de Estudos Económicos: Banco de Portugal.

- FERGUSON, R. (2002): "Should financial stability be an explicit central bank objective?", *Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- FERNANDEZ-CORUGEDO, E.; PRICE, S.; BLAKE, A. (2003): *The dynamics of consumers' expenditure: the UK consumption ECM redux*. (Working paper, 204). London: Bank of England.
- FERNÁNDEZ DE LIS, S. (2008): "La crisis financiera: origen, diagnóstico y algunas cuestiones", en *La crisis financiera: su impacto y la respuesta de las autoridades*, pp.13-30. Madrid: Ediciones Empresa Global.
- FERNANDEZ, L.; KABOUB, F.; TODOROVA, Z. (2008): *On Democratizing Financial Turmoil: A Minskian Analysis of the Subprime Crisis*. (Working paper, 548). Washington D.C.: The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies.
- FILARDO, A. (2001): "Should monetary policy respond to asset price bubbles? Some experimental results. (Research working paper, RWP 01-04). Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- FLOOD, R.; GARBER, P. (1980): "Market fundamentals versus price level bubbles: the first tests", *Journal of Political Economy*, vol. 88, núm. 4, pp. 745-770.
- FOSTER, J. (2008): "The financialization of capital and the crisis", *Monthly Review*, vol. 59, núm. 11. New York.
- FRIEDMAN, M. (1953): "The case for flexible exchange rates," in *Essays in Positive Economics*, Chicago: Chicago University Press.
- FRIEDMAN, M. (1957): *A theory of the consumption function*: Princeton: Princeton University Press.
- GARNEIRO, I.; SOARES, C.; SOUZA, J. (2011): "Política monetária e estabilidade financeira: um debate em aberto", *Boletim econômico*. Lisboa: Banco de Portugal.

- GERMER, C. (1998): “O conceito de ‘padrão-ouro’ e os equívocos da economia política”, *III Encontro Nacional de Economia Política*. Niterói, Brasil.
- GIANNONE, D.; LENZA, M.; PILL, H.; REICHLIN, L. (2011): *Non-standard monetary policy measures and monetary developments*. (ECB Working Paper, 1290). Frankfurt: European Central Bank.
- GITMAN, L. (2004): *Princípios de administração financeira*, 10ª ed. São Paulo: Editora Pearson Addison Wesley.
- GOLDSTEIN, M. (2008): “The subprime and credit crisis”, Paper based on transcript of speech presented at the Global Economic Prospects meeting. Washington DC: Peterson Institute for International Economics.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. (2007): “Los nueve primeros años de política monetaria única”, *Colección Mediterráneo Económico*, n. 12, pp. 297-322.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. (2010): “Basilea III y el nuevo marco macroprudencial”, Discurso en *Conferencias Intereconomía*. Madrid.
- GOODHART, C.; CAPIE, F.; SCHNADT, N. (1994): “The development of central banking”, In Capie, F. et.al. (1994). *The future of central banking: the tercentenary of the Bank of England*, pp. 1-26. Cambridge: Cambridge University Press.
- GOODHART, C. (2001): “What weight should be given to asset prices in the measurement of inflation?”, *The Economic Journal*, vol. 111, núm. 472, pp. 335–356.
- GOODHART, C.; HOFMANN, B. (2000): “Do asset prices help to predict consumer price inflation?”, *Manchester School*, vol. 68, supplement, pp. 122-140.
- GORTON, G. (1988): “Banking panics and business cycles”, *Oxford Economic Papers*, vol. 40, núm. 4, pp. 751-781.
- GREENSPAN, A. (2002): “Opening remarks”, *Rethinking Stabilization Policy*, pp. 1–10, Federal Reserve Bank of Kansas: Kansas City.
- GREMAUD, A.; VASCONCELLOS, M.; TONETO, R. (2006): *Economia Brasileira Contemporânea*, 6ª ed. São Paulo: Editora Atlas S.A.

- GUARDIA, N. (2002): *Consumer credit in the European Union*. Brussels: The ECRI Research Report, núm. 1. Brussels: European Credit Research Institute.
- GÜRKAYNAK, R. (2008): “Econometric tests of asset price bubbles: taking stock”, *Journal of Economic Surveys*, vol. 22, núm. 1, pp.166-186.
- HABERLER, G. (1937): *Prosperity and Depression: a theoretical analysis of cyclical movements*, 2ª ed. Geneva: League of Nations.
- HARVEY, D. (2005): *A Brief History of Neoliberalism*. Oxford: Oxford University Press.
- HELLEINER, E. (1994): *States and the reemergence of global finance, from Bretton Woods to the 1990's*. Ithaca: Cornell University Press.
- HEREDIA, J. (2011): “O Banco Central Europeo fronte á crise global. As súas limitacións”, *A Trabe de ouro*, vol. 87, pp. 31-46. Tradución: Xavier Vence e Rosa López.
- HOFFMANN, M.; KELLER, J.; NTSCHA, T. (2007): “Temporary and permanent components in housing: A comparison between Germany, the United Kingdom and the United States”, mimeo.
- ILO (2012): “Global employment trends 2012: Preventing a deeper jobs crisis”. Geneva: International Labour Organization (ILO).
- ISSING, O. (2008): *The Birth of the Euro*. Cambridge: Cambridge University Press.
- JAYAWARDENA, L. (1995): “The keynesian vision and the developing countries”, en HAQ, M. et. al. [ed.]: *The UN and the Bretton Woods Institutions: new challenges for the twenty-first century*, pp. 49-59. New York: Macmillan.
- JIMÉNEZ, J.; SÁNCHEZ, M. (2002): “Mercado hipotecario y financiación a la vivienda”, *Papeles de Economía Española*, núm. 94, pp. 109-121.
- KEYNES, J. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan London.
- KINDLEBERGER, C.; ALIBER, R. (2009): *Da euforia ao pânico: uma história das crises financeiras*. São Paulo: Editora Gente.

- KOHN, D. (2006): "Monetary policy and asset prices", *Monetary Policy: A Journey from Theory to Practice, European Central Bank Colloquium*. Frankfurt, Germany.
- KORINEK, A. (2011): *Systemic risk-taking: Amplification effects, externalities, and regulatory responses*. (Working paper series, 1345). Frankfurt: European Central Bank.
- KRUGMAN, P. (2009): *El Retorno de la economía de la depresión y la crisis actual*. Barcelona: Editora Crítica.
- KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. (1977): "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy*, vol. 85, núm. 3, pp. 473-491.
- LABEAGA, J.; LÓPEZ, J.; MOCHÓN, F. (2005): "Desigualdad en renta y consumo en España", *Cuadernos económicos de ICE*, núm. 69, pp. 183-196.
- LACERDA, A. (2002): "Globalização e o Brasil: riscos, oportunidades e desafios", *Revista de Economia & Relações Internacionais*, vol. 1, núm.1.
- LENZA, M.; PILL, H.; REICHLIN, L. (2010): "Monetary policy in exceptional times", *Economic Policy*, vol. 25, núm. 62, pp. 295-339.
- LUDVIGSON, S.; STEINDEL, C. (1999): "How important is the stock market effect on consumption?", *Economic Policy Review*, vol. 5, núm. 2, pp. 29-51. New York: Federal Reserve Bank of New York.
- LUDWIG, A.; SLOK, T. (2002): *The impact of stock prices and house prices on consumption in OECD countries*. (Working paper, 02/1). Washington, D. C.: International Monetary Fund.
- MADDISON, A. (2001): *The World Economy: A Millennial Perspective*, Paris: OECD, Published by EH.NET.
- MAKI, D.; PALUMBO, M. (2001): *Disentangling the wealth effect: a cohort analysis of household saving in the 1990s*. (FEDS Working paper, 2001-2). Washington, D. C.: Board of Governors of the Federal Reserve.

- MARINHO, P. (2001): *O Sistema Monetário Internacional: uma interpretação a partir do conceito de hegemonia mundial*, [en línea]. Departamento de Ciências Econômicas, Universidade Estadual de Santa Cruz. Disponível em [http://www.uesc.br/dcec/pedrolopes/artigo_prof_pedro_lopes_sistema_monetario.pdf].
- MARQUES, J.; ÁNGEL, L.; RUBIO, M. (2010): *Una comparación de los ciclos inmobiliarios recientes en España, Estados Unidos y Reino Unido*. Banco de España: Boletín Económico.
- MEDIALDEA, B.; ÁLVAREZ, N. (2008): *Liberalización Financiera Internacional, Inversores institucionales y Gobierno Corporativo de la Empresa*. (Working paper 07-08). Madrid: Instituto Complutense de Estudios Internacionales, Universidad Complutense de Madrid.
- MODIGLIANI, F. (1971): "'Monetary policy and consumption: linkages via interest rate and wealth effects in the FMP model", en FRB of Boston [ed.]: *Consumer Spending and Monetary Policy: the linkages*, pp. 9-84.
- MODIGLIANI, F.; TARANTELLI, E. (1975): "'The consumption function in the developing economy and the Italian experience", *American Economic Review*, vol. 65, núm. 5, pp. 825-842.
- MODIGLIANI, F.; STEINDEL, C. (1977): "Is a tax rebate an effective tool for stabilization policy?", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 8, núm. 1, pp. 177-210.
- MOFFITT, M. (1984): *O dinheiro do mundo: de Bretton Woods à beira da insolvência*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- MOLLO, M.; AMADO, A. (2006): "Liberalização e financeirização das economias: a teoria da preferência pela liquidez e a necessidade de controles regulatórios", em Fernando Ferrari Filho [ed.]: *Teoria Geral Setenta Anos Depois: Ensaio sobre Keynes e Teoria Pós-Keynesiana*, pp. 153-178. Porto Alegre: UFRGS.

- NAREDO, J. (2002): “El patrimonio de los Hogares Españoles (1984-2000)”, *Revista Bolsa de Madrid*, vol. 108, pp. 11-19.
- NIETO, J. (2009): “Una nota para el debate (no metodológico) sobre la crisis económica, el papel del Estado y las previsiones de los economistas”, *XI Reunión de Economía Mundial*. Huelva.
- NOYER, C. (2011): “Monetary policy – lessons from the crisis”, *Fiscal and monetary policy challenges in the short and long run conference*, Hamburg.
- OLIVEIRA, G.; MAIA, G.; MARIANO, J. (2008): “O sistema de Bretton Woods e a dinâmica do sistema monetário internacional contemporâneo”, *Revista Pesquisa & Debate*, vol. 19, num. 2, pp. 195-219.
- ORLOWSKI, L. (2008): *Stages of the 2007/2008 global financial crisis: is there a wandering asset-price bubble?* (Discussion Paper, 2008-43). The Open-Access, *Open-Assessment E-Journal*.
- OSSA, F. (2009): “Integración monetaria: la experiencia durante los primeros años del euro”, *Revista Análisis Económico*, vol. 24, núm. 55, pp. 207-234.
- PACHECO, L. (2006): *O mecanismo de transmissão da política monetária: o papel dos preços dos ativos*. Tese de Doutorado, Universidade Técnica de Lisboa, Instituto Superior de Economia e Gestão.
- PALLEY, T. (2004): “From keynesianism to neoliberalism: shifting paradigms in economics”, en D. Johnston and A. Saad-Filho [ed.]: *Neoliberalism – A Critical Reader*. London: Pluto Press.
- PALLEY, T. (2007): *Financialization: What It is and Why It Matters*. (Working paper, 525). Washington D. C.: The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies.
- PATEIRO, C.; GARCÍA, J. (2009): “Objetivos, estrategias y resultados de una década de política monetaria del Banco Central Europeo”, *XII Xornadas Galegas sobre Condicións de Traballo e Saúde*. Ferrol.

- PATINKIN, D. (1956): *Money, Interest and Prices: an integration of monetary and value theory*. Evanston: Row, Peterson & Co.
- PERSAUD, A. (2009): "Credit rating agencies – their role in the last crash and their regulation", en D. Mayes, R. Pringle and M. Taylor [ed.]: *Toward a New Framework for Financial Stability*, pp. 307-314. Central Banking Publications.
- PESARAN, M.; SHIN, Y; SMITH, R. (1997): *Pooled estimation of long-run relationships in dynamic heterogeneous panels*. (Cambridge working paper, 9721). Cambridge: University of Cambridge.
- PHILIPPON, T. (2007): *The equilibrium size of financial sector*. (Finance working paper, 07-007). New York: New York University.
- PIGOU, A. (1943): "The classical stationary state", *Economic Journal*, vol. 53, pp. 343-351.
- PLIHON, D. (2004): *Le nouveau capitalisme*. Paris: La Découverte.
- POSEN, A. (1993): "Why central bank independence does not cause low inflation. There is no institutional fix for politics ", en O'BRIEN, R., [ed.]: *Finance and the International Economy* 7. Oxford: Oxford University Press.
- POTERBA, J. (2000): "Stock market wealth and consumption", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, núm. 2, pp. 99-188.
- PRATES, D. (2005): "As assimetrias do sistema monetário financeiro internacional", *Revista Economia Contemporânea*, vol. 9, núm. 2, pp. 263-288.
- QUISPE-AGNOLI, M. (2003): *Stabilization programs and policy credibility: Peru in the 90s*. (Working paper, 2003-40). Atlanta: Federal Reserve Bank of Atlanta.
- RICHMOND, A.; HEISENBERG, D. (1999): "Supranational institution building in the European Union: A comparison of the European Court of Justice and the European Central Bank", *European Community Association's Sixth Biennial International Conference*. Pittsburg.

- RICHTER, F.; WAHL, P. (2011): "The role of the European Central Bank in the financial crash and the crisis of the Euro-Zone", *Report based on a WEED Expert Meeting*. WEED - World Economy, Ecology & Development: Berlin.
- ROUBINI, N.; MIHM, S. (2010): *Cómo salimos de ésta*. Barcelona: Destino.
- SAAD-FILHO, A.; JOHNSTON, D. (2005): "Introduction"; en A. Saad-Filho and D. Johnston [ed.]: *Neoliberalism – A Critical Reader*. London: Pluto Press.
- SANTOS, J. (2003): *Análise de Crédito – Empresas e Pessoas Físicas*. 2ª ed. São Paulo: Editora Atlas.
- SANTOS, T. (1999): "O neoliberalismo como doutrina econômica", *Revista Econômica*, vol. 1, núm. 1, pp.119-151.
- SAPIR, J. (2008): "Global financial in crisis: a provisional account of the subprime crisis and how we got into it", *Real-World Economic Review*, vol. 46, pp. 82-101.
- SCHINASI, G. (2004): *Defining financial stability*. (IMF Working papers, 04/187). Washington, D. C.: International Monetary Fund.
- SCHWARTZ, A. (1988): "Financial stability and the federal safety net", en William S. Haraf and Rose Marie Kushneider, [ed.]: *Restructuring Banking and Financial Services in America*, pp. 34-62. Washington, D. C.: American Enterprise Institute.
- SCHWARTZ, A. (2002): *Asset price inflation and monetary policy*. (NBER Working paper, 9321). Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- SHILLER, R. (2005): *Irrational Exuberance*. 2ª ed. Princeton: Princeton University Press.
- SIERMINSKA, E; TAKHTAMANOVA, Y. (2007): "Disentangling the wealth effects: Some international evidence", *FRBSF Economic Letter*, núm. 2, pp. 1-4. San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco.

- SKUDELNY, F. (2009): *Euro area private consumption: is there a role for housing wealth effects?* (Working paper Series, 1057). Frankfurt: European Central Bank.
- SLACALEK, J. (2009): "What drives personal consumption? The role of housing and financial wealth", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 9, núm. 1, pp. 1-37.
- SMAGHI, L. (2011): "Lessons for monetary policy from the recent crisis", *L'euro e la crisi internazionale*. University of Chicago Alumni Club of Italy and Bocconi Alumni Association.
- SOBREIRA, R. (2008): "Os derivativos e a crise de crédito", *Dossiê da Crise*, pp.35-38. Porto Alegre: Associação Keynesiana Brasileira.
- SOTELO, I. (2003): "Americanización o globalización", en J. L. Sampedro *et.al.* [ed.]: *Un mundo para todos: Otra globalización es posible*, pp. 71-93. Barcelona: Icaria.
- STEIGER, O. (2004): *Which lender of last resort for the Eurosystem?*, (ZEI Working Paper B-23). ZEI - Center for European Integration Studies. University of Bonn.
- STIGLITZ, J. (2008): *How to prevent next Wall Street crisis*, Commentary on CNN: September 17.
- STIGLITZ, J. (2010): *Caída Libre: el libre mercado y el hundimiento de la economía mundial*. Madrid: Taurus Pensamiento.
- STOCK, J.; WATSON, M. (1993): "A simple estimator of cointegrating vectors in higher order integrated systems", *Econometrica*, vol. 61, núm. 4, pp. 783-820.
- STOCKHAMMER, E. (2009): "The finance-dominated accumulation regime, income distribution and the present crisis", *Papeles de Europa*, vol. 19, pp. 58-81.
- STRANGE, S. (1986): *Casino Capitalism*, Oxford: Basil Blackwell.
- SVENSSON, L. (2010): "Where do central banks go from here?", *Norge Bank Symposium*. Oslo.

- SWISTON, A. (2008): *A US financial condition index: putting credit where credit is due*. (Working paper, 08/161). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- TAVARES, M. (1997): “A retomada da hegemonia americana”, em M. C. Tavares e J. L. Fiori [ed.]: *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*, pp. 27-54. Petrópolis: Editora Vozes.
- TAVARES, M.; MELIN, L. (1997) “Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia americana”, em M. C. Tavares e J. L. Fiori [ed.]: *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*, pp. 55-86. Petrópolis: Editora Vozes.
- TAYLOR, J. (1993): *Discretion versus policy rules in practice*. North Holland: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy.
- TAYLOR, J. (2007): “Housing and monetary policy”, *Symposium on Housing, Housing Finance, and Monetary Policy*. Stanford University.
- TAYLOR, J. (2009): *The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong*. (NBER Working paper, 14631). Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- THORSEN, D.; LIE, A. (2007): *What is neoliberalism?* (Working paper). Oslo: Department of Political Science, University of Oslo.
- TRICHET, J. (2010a): “State of the Union: The financial crisis and the ECB’s response between 2007 and 2009”, *Journal of Common Market Studies*, vol. 48, pp. 7-19.
- TRICHET, J. (2010b): “The great financial crisis: lessons for financial stability and monetary policy”, *Colloquium in honor of Lucas Papademos*. Frankfurt: European Central Bank.
- TRIFFIN, R. (1979): “A evolução do sistema monetário internacional: reavaliação histórica e perspectivas futuras”, em SAVASINI, J. Malan, P. & Baer W., [ed.]: *Economia internacional*. São Paulo: Editora Saraiva.

- TRILHA, C. (2001): “La política de vivienda en una perspectiva europea comparada”, *Colección Estudios Sociales*, núm. 9. Barcelona: Fundación La Caixa.
- VARELA, M.; PARACHE, F. (2007): “La Actual Crisis Financiera e Los Hedge Funds”, *Revista de Economía Mundial*, vol. 18, pp. 169-182.
- VEGA, J. (2010): “Alguna lecciones de la crisis para la política monetaria”, *Presupuesto y Gasto Público*, vol. 59, pp. 137-142.
- VENCE, X. (2008): “Da Burbulla Financeiro/Imobiliaria ás Novas Burbullas Especulativas da Enerxía e dos Alimentos. A Crise do Modelo Neoliberal e Propostas Alternativas”, *A Trabe de ouro*, vol. 74, pp. 13-38.
- VICKERS, J. (1999): “Monetary policy and asset prices”, *Quarterly Bulletin*, vol. 34, pp.428-435. London: Bank of England.
- VISCO, I. (2009): *The global crisis: the role of policies and the monetary system*, G20 Workshop on the Global Economy. Bombay.
- WADE, R. (2008): *Estamos vivendo uma mudança de regime financeiro?*, [en línea]. Disponível en [<http://www.cartamaior.com.br>].
- WALLERSTEIN, I. (1987): “World - Systems Analysis”, en Giddens, A. and Turner, J. [ed.]: *Social theory today*. Stanford: Stanford University Press.
- WALSH, C. (2009): “Using monetary policy to stabilize economic activity”, en *Financial Stability and Macroeconomic Policy*. Federal Reserve Bank of Kansas City: Jackson Hole Conference Proceedings.
- WHITE, W. (2006): *Is price stability enough?* (Working paper, 205). Basel: Bank for International Settlements.
- WHITE, W. (2009): *Should monetary policy ‘lean or clean’?* (Working paper, 34), Globalisation and Monetary Policy Institute. Dallas: Federal Reserve Bank of Dallas.
- WILLIANSON, J. (1989): *Economia Aberta e Economia Mundial*. Rio de Janeiro: Editora Campus.

WOLF, M. (2008): *Fixing global finance: how to curb financial crisis in the 21st century*. Maryland: The John Hopkins University Press.

YÁÑEZ, R. (2012): “Cando sairemos desta crise”, *Tempos Novos*, núm. 176, pp. 37-39.

ANEXO I

Características das economias dos
dez países da Eurozona



1. ALEMANHA

A Alemanha é a primeira economia da Eurozona e UE, em 2010³³¹. Possui a quarta maior economia do mundo, sendo a líder em exportações especialmente de maquinários agrícolas, veículos e produtos químicos na Europa. Por décadas, foi o país que mais estimulou o crescimento da economia europeia. Isto, contudo, mudou nos anos noventa com a reunificação do país que conduziu a graves dificuldades na economia de mercado.

Depois da reunificação alemã, o Governo investiu fortemente na modernização e na integração da economia do lado leste que, em alguns municípios, apresentava uma taxa de desemprego superior a 20%. Com adoção de várias reformas econômicas e sociais objetivando a unificação, conseguiu diminuir as taxas de desemprego do lado leste. No entanto, como resultado dessas reformas, o crescimento foi abalado fazendo com que a economia permanecesse estagnada durante vários anos. Em concreto, o país cresceu a uma média de 1,5% durante o período 2000-2008, nível bastante inferior a média dos países da Eurozona (2,2%) e UE (2,4%).

Mesmo com o setor de serviços somando 73% do PIB, o setor industrial (27% do PIB) contribui significativamente para a composição da economia com o fornecimento de cobre, carvão, cimento, veículos e tecnologia, considerada uma das mais avançadas do mundo. O setor agrícola não se apresenta fundamental para a economia, tendo em conta que o mesmo apenas gera 1% do PIB.

A Alemanha possui uma economia social de mercado que garante um equilíbrio entre as forças econômicas e sociais. Com este modelo econômico, o país investe em estruturas básicas tais como educação, saúde, cultura e tecnologia de ponta gerando emprego, estabilidade social e econômica.

³³¹ Dados extraídos do Eurostat.

Como outras nações da UEM, o país sofreu intensamente o impacto da crise global, já que em 2009 registrou uma caída de 4,7% do PIB, pior resultado alcançado em mais de duas décadas. Tal efeito foi derivado, principalmente, da baixa demanda de exportações obtidas naquele ano³³². Apesar de a economia alemã ter sido abalada pela crise, as reformas adotadas no passado contribuíram significativamente para minimizar esse impacto.

Como exemplo, a crise praticamente não alterou a taxa de desemprego, sustentando-se em torno de 7,3% no período 2008-2010. O reduzido impacto da crise no mercado laboral é resultado do chamado "contrato alemão", que estabelece ajudas econômicas às empresas que conservem sua força de trabalho em cenários de crise, e optem por reduzir as jornadas de trabalho ao invés de reduzir o número de postos existentes. Além disso, em 2010 o Governo investiu milhões de euros em reformas tributárias, visando a geração de novos empregos, e somas significantes de recursos na área de capacitação de mão-de-obra, com o objetivo de competir no mercado internacional de tecnologias de ponta.

Atualmente, comparada com outros países, a Alemanha possui uma das mais altas rendas per capita da UE. Com uma economia teoricamente estável, disciplina orçamentária controlada e investimentos direcionados a todos os setores, este país mantém-se como forte candidato a sustentar o posto de maior economia da Eurozona e UE durante os próximos anos.

2. ÁUSTRIA



A Áustria possui uma economia de mercado bastante desenvolvida onde os setores de serviços e indústria contribuem fortemente para a composição do PIB. Segundo dados de 2009, o setor de serviços responde por 69% da riqueza gerada do país, seguido da indústria (29%) e do setor agrícola (2%).

Durante muitos anos, a economia demonstrou-se sólida, acompanhando uma forte demanda estrangeira na área de produtos manufaturados. Isto

³³² Segundo dados do Eurostat, as exportações alemãs reduziram quase 15% em 2009.

contribui para que a taxa de desemprego apresentasse recordes mínimos, situando-se entre as mais baixas taxas da Eurozona e UE. De acordo com os recentes dados do Eurostat, o país situa-se entre aqueles com uma das menores taxas de desemprego da UE com 3,8%³³³.

Assim como em outras economias, a Áustria foi fortemente impactada pela crise, tendo em vista que sua economia está profundamente atrelada ao comércio exterior e ao setor financeiro. Após o início da crise, o Governo teve que injetar montantes expressivos de recursos no setor financeiro para evitar uma bancarrota em massa. Isto gerou um descontrole orçamentário nas contas públicas em 2009³³⁴, ainda que encerrasse em níveis aceitáveis ao cumprimento das regras do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC)³³⁵.

Outro aspecto importante, é que a crise praticamente não modificou a taxa de desemprego, mantendo-se em torno de 4,6% no período 2008-2010, mesma média obtida na etapa anterior (2000-2007). Uma das razões que justificam a manutenção da baixa taxa de desocupação é a flexibilidade laboral, associado a um sistema de proteção social dirigido a reinserção profissional da população economicamente ativa.

Similarmente a outros países da Eurozona, o Governo da Áustria terá que continuar investindo na reestruturação da economia e encorajar reformas especialmente na área previdenciária, considerando que possui uma população bastante idosa e apresenta um dos índices mais baixos de natalidade da UE.

Além do setor previdenciário, o setor de capacitação de mão-de-obra merece atenção, tendo em vista que o país necessita de pessoas qualificadas

³³³ Dados extraídos do Eurostat do terceiro trimestre de 2011.

³³⁴ Em 2009, o déficit orçamentário austríaco alcançou 3,4% do PIB e a dívida pública atingiu 66,5% do PIB. Em 2010, o déficit orçamentário da Áustria alcançou 4,7% do PIB. Dados extraídos do Eurostat.

³³⁵ O PEC é um acordo tomado para evitar que políticas fiscais insensatas tivessem efeitos nocivos sobre a estabilidade macroeconômica dos países da UE, em particular aqueles que adotam o Euro como moeda. De acordo com o PEC, todos os países devem apresentar regularmente programas de estabilidade ou programas de convergência, devem respeitar os objetivos macroeconômicos contidos nos programas e devem evitar déficits públicos superiores a 3% do PIB, bem como valores da dívida pública superiores a 60% do PIB. Déficits superiores recorrentes podem levar a sanções, incluindo pagamento de multas.

para concorrer em um mercado internacional altamente competitivo. Apesar dos impactos da crise, a economia manifestou sinais positivos de recuperação, a partir do segundo semestre de 2009. Segundo dados recentes do ministério das finanças, o setor financeiro também apresentou resultados positivos, o que vêm gerando um balanço positivo na economia do país.

Finalmente em 2011 o Governo deu início a um pacote de medidas para reduzir o déficit orçamentário do país para 3% do PIB até 2013. Com este pacote, espera conter os gastos públicos com cortes principalmente no setor social.

3. BÉLGICA



A Bélgica, considerada a sexta maior economia da Eurozona, possui uma economia aberta voltada ao âmbito privado que investe fortemente no setor industrial e comercial. Desde a II Guerra Mundial, os investimentos estrangeiros vêm contribuindo para sua economia com montantes expressivos nas áreas de tecnologia e geração de emprego. As empresas estrangeiras instaladas ocupam hoje mais de 30% do mercado corporativista do país.

O setor de serviços responde por 76% do PIB, seguido do setor industrial (23% do PIB) e agrícola (menos de 1%). O setor industrial concentra-se principalmente na área norte do país, considerada a mais populosa do território. No que diz respeito ao setor agrícola, a Bélgica destaca-se principalmente pela produção de vegetais, leite, grãos e carnes.

Com escassos recursos naturais, sua economia importa grandes somas de matéria-prima e exporta grande quantidade de produtos manufaturados, tornando o país bastante suscetível a volatilidade do mercado mundial. Isto fez com sofresse duramente as consequências da crise global. Em 2009, por exemplo, a economia belga registrou uma caída de 2,8% do PIB, pior resultado econômico alcançado em mais de duas décadas.

Além disso, em razão da crise, por apresentar uma economia voltada ao setor privado, o Governo se viu compelido a injetar somas significativas de

recursos no setor financeiro, gerando um descontrole de gastos, elevando o déficit orçamentário para 6% do PIB em 2009. Por sua vez, a dívida pública fugiu ao controle do PEC, alcançando 96,2% do PIB em 2010³³⁶. A crise praticamente não alterou a taxa de desemprego, mantendo-se em torno de 8,0% no período 2008-2011, mesma média obtida da fase anterior (2000-2007). Merece destacar ainda que, a Bélgica conseguiu reduzir seu déficit orçamentário para 4,1% do PIB em 2010, aumentando, assim, as expectativas de crescimento econômico futuro.

Com uma população idosa em ascensão, o país provavelmente terá que investir, em longo prazo, em medidas austeras para restaurar o seu balanço fiscal. Essas medidas devem provocar reformas na área da previdência, com o aumento da idade mínima de aposentadoria, o que traria um grande descontentamento a nível social acarretando fortes sequelas para sua economia.

4. ESPANHA



A Espanha ou Reino da Espanha possui uma economia desenvolvida, baseada nos serviços, na indústria e na agricultura, ocupando a quinta posição econômica da UE, em 2010³³⁷. Em termos per capita, sua renda responde por 73% da renda média dos países da Eurozona e 80% da UE. Tradicionalmente, a Espanha sempre foi um país agrícola e ainda é um dos maiores produtores da Europa, mas desde meados da década de cinquenta o crescimento industrial foi rápido e logo alcançou um peso maior que a agricultura na economia do país.

A entrada na Comunidade Econômica Europeia (CEE) em 1986 contribuiu em definitiva, para acelerar e fortalecer o crescimento econômico. Depois desta adesão, produziu-se um período de prosperidade econômica, no que durante cinco anos seguidos conseguiu o maior índice de crescimento da CEE. Tal fato constituiu o processo mais completo de abertura, liberalização e racionalização

³³⁶ Ainda que tenha reduzido consideravelmente a dívida pública nos anos anteriores à crise, a Bélgica ocupa em 2010 a terceira posição entre as dívidas públicas mais altas dos países da UE. Dados extraídos do Eurostat.

³³⁷ Note-se que economia espanhola tem um peso bastante representativo no continente, totalizando 7,4% do PIB da UE.

da economia depois do Plano Nacional de Estabilização Econômica³³⁸. Com isto, o país, durante quase duas décadas, acelerou o ritmo do crescimento do PIB, reduziu a dívida pública, diminui a taxa de paro, bem como a inflação.

Deste modo, durante anos a Espanha foi a xodó da UE, com crescimento a taxas elevadas, geração de emprego e modernização de sua economia. No entanto, foi uma das maiores vítimas da crise global que, em razão do colapso imobiliário, sofreu uma forte caída nos seus índices macroeconômicos, dando lugar a um difícil período de recessão. A origem desta forte queda é decorrente, em parte, de uma combinação de problemas estruturais de sua economia³³⁹ e de uma forte influência externa gerada por uma crise global de liquidez.

O PIB espanhol encolheu 3,7% em 2009 e a taxa de desemprego disparou alcançando 20,1% em 2010, a maior taxa registrada nos países da UE. Ademais, o déficit orçamentário estourou, chegando a 9,3% do PIB em 2010. Como resultado, a dívida pública disparou, alcançando 61% do PIB em 2010, um aumento de 52% em dois anos. Todo este quadro antagônico de elevado déficit fiscal, frágil posição orçamentária, associado à baixa perspectiva de crescimento para os próximos anos, conduziu o rebaixamento contínuo da classificação de sua dívida pública pelas agências de rating durante 2010-2011.

Diante das turbulências geradas pela falta de credibilidade na saúde das contas públicas, o Governo aprovou ainda no primeiro semestre de 2010 medidas de austeridade fiscal, visando economizar € 65 bilhões durante 2010-2011 e, com isso, reduzir o elevado déficit público, incluindo o recorte salarial dos funcionários, congelamento das pensões e aposentadorias, elevação de impostos, entre outras iniciativas. Em realidade, o governo compromete-se a assentar o déficit público abaixo dos 3% em 2013, fixado pelo conselho de Bruxelas.

³³⁸ O Plano Nacional de Estabilização Econômica foi um plano econômico do Governo, aprovado em 1959, que supôs a ruptura com a política de autarquia do franquismo e possibilitou o lançamento da economia espanhola no mercado mundial.

³³⁹ Na parte doméstica destacam-se o exagerado peso do setor da construção no PIB e a baixa produtividade e competitividade das empresas espanholas, devido em grande medida ao limitado I+D+i e baixo uso de tecnologia de ponta, em comparação com outros países avançados.

Não obstante as medidas de austeridade adotadas pelo Governo, a economia segue enfrentando fortes sequelas da crise global. Como exemplo, a Espanha registrou uma das maiores taxas de paro em sua história, atingindo 21,5% em outubro de 2011. Por outro lado, o país vem sendo alvo das agências de risco, que rebaixando de forma recorrente o rating de sua dívida pública, fez com que a prima de risco alcançasse máximos históricos durante 2011.

Além disso, o Governo aprovou em agosto de 2011 uma mudança constitucional, limitando o déficit orçamentário. Este anúncio gerou mais descontentamento entre a população e os partidos de oposição exigindo eleições antecipadas. Com o enfraquecimento cada vez mais visível, o então presidente de Governo José Rodriguez Zapatero do PSOE anunciou em julho de 2011 eleições antecipadas para novembro daquele ano. Os resultados das urnas deram uma ampla maioria absoluta no Parlamento em favor do partido de oposição PP, liderado por Mariano Rajoy.

5. FRANÇA



Atualmente a França encontra-se diante de um processo de transição entre uma economia moderna que depende fortemente de uma liderança governamental para uma economia mais centrada nos mecanismos de mercado. Apesar de o Governo francês ter privatizado muitas companhias nas últimas décadas, os setores de transporte, de eletricidade e de defesa ainda são mantidos sobre forte liderança governamental. A França é a segunda maior economia da Eurozona e a terceira da UE, em 2010.

Apesar de sua economia estar fortemente atrelada ao setor de serviços (72% do PIB), o setor industrial (20% do PIB) - com produções na área automobilística, têxtil, química, metalúrgica, alimentos e equipamentos - e o setor agrícola (2% do PIB) ocupam um espaço importante na composição da riqueza produzida do país. O turismo, por exemplo, atrai bilhões de euros ao ano para o país, considerado o mais turístico do mundo. Já o setor agrícola, com

grande produção vinícola, de grãos, queijo e açúcar, também geram números consideráveis a potente economia francesa.

A economia também sofreu os fortes impactos da crise global, registrando, em 2009, uma caída de 2,7% do PIB, pior resultado econômico alcançado em mais de duas décadas. Com isso, o Governo adotou medidas tanto no setor financeiro como no econômico, com o objetivo de superar os impactos de maneira rápida e eficaz. Como resultado dessas medidas, a França registrou um crescimento positivo de 1,5% no PIB em 2010.

No tocante ao setor financeiro, o Governo criou a companhia *Société de Prise de Participations de l'Etat*, com o objetivo de recapitalizar o setor e refinanciar os bancos que passaram a contar com capital estatal. As medidas adotadas geraram instabilidade social com várias greves gerais decretadas durante 2010. Se, por um lado, as medidas econômicas decretadas pelo Governo (ex.: isenção de impostos para novos comércios, promoção de empregos, etc.) conseguiram controlar a inflação e a taxa de desemprego; por outro, os cortes salariais e o aumento da idade da aposentadoria provocaram descontentamento entre a classe trabalhadora do país.

Durante 2009-2010, foram injetados recursos expressivos no setor financeiro para aliviar o impacto da crise, obrigando o Governo a cancelar muitas reformas programadas para o setor econômico e social. Com isso, o déficit orçamentário alcançou 7,1% do PIB em 2010, mais do que o dobro do déficit registrado em 2008. A dívida pública, por sua vez, também escapou ao controle do PEC, alcançando 82,3% do PIB em 2010. Apesar de todas sequelas da crise, a França mantém-se ainda como uma das nações mais estáveis da Eurozona, devido a uma trajetória histórica de fortes investimentos direcionados a todos os seus setores.



6. GRÉCIA

A Grécia possui uma economia desenvolvida, capitalista do tipo misto, com grande participação do setor público na composição do PIB e renda per capita de 67% da média dos países da Eurozona e 74% da UE³⁴⁰. O setor de serviços é responsável por 74% do PIB, seguido da indústria (20%) e da agricultura (5%). Dentre o setor de serviços, o turismo se destaca por responder por 15% das receitas do país. Por outro lado, apresenta um déficit comercial (exportações - importações de bens e serviços) constante em torno dos 11% do PIB nos últimos dez anos.

Precisamente, a Grécia é um dos países que mais se beneficiaram da UEM, tendo em conta que obteve, durante 2000-2008, um crescimento médio de 3,9% do PIB, excedendo de sobra à média da Eurozona (2,0%) e da UE (2,2%). No entanto, desde 2009, a economia enfrenta uma enorme crise econômica e das finanças públicas, destacando-se: aumento na taxa de desemprego, ineficiência burocrática, evasão fiscal e corrupção política. Como resultado, o país apresentou o mais baixo crescimento da UE, caindo 3,5% em 2010, pior desempenho alcançado desde 1993.

No fim de 2009, como resultado de uma combinação de vários fatores, tanto de âmbito internacional (crise global) como de âmbito doméstico (descontrole do gasto público), a economia da Grécia enfrentou sua mais severa crise desde 1993, com o mais alto déficit orçamentário e a mais alta relação dívida/PIB da UE. O déficit público chegou a 15,8% do PIB em 2009, mais do que o dobro registrado em toda a Eurozona (tabela 21). Além disso, o crescimento da dívida pública alcançou 144,9% do PIB em 2010, a maior dívida pública da Eurozona e da UE (tabela 21). Todo este quadro antagônico levou a um aumento do custo dos empréstimos, resultando em uma severa crise econômica que assolou o país.

³⁴⁰ Renda per capita de 2010, extraída da base de dados do Eurostat.

Tabela 21. Evolução das finanças públicas, 2000-2010

Ano	Déficit Público/PIB (%)		Divida Publica/PIB (%)	
	Grécia	Área Euro	Grécia	Área Euro
1999	ND	-1,5	94,0	71,7
2000	-3,7	0,1	103,4	69,2
2001	-4,5	-1,9	103,7	68,2
2002	-4,8	-2,6	101,7	68,0
2003	-5,6	-3,1	97,4	69,2
2004	-7,5	-2,9	98,6	69,5
2005	-5,2	-2,5	100,0	70,2
2006	-5,7	-1,3	106,1	68,6
2007	-6,5	-0,7	107,4	66,4
2008	-9,8	-2,1	113,0	70,2
2009	-15,8	-6,4	129,3	79,9
2010	-10,6	-6,2	144,9	85,5

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Nota: ND: Não disponível.

Em meio à crise global, a Grécia "encobriu números" na tentativa de mascarar a extensão do seu pesado déficit orçamentário, de modo que a emergência da crise fiscal só ficou clara em princípios de 2010. Na ocasião, tal acusação foi feita pela Comissão Europeia, referindo-se à publicação de estatísticas falsificadas pelo Governo, crescendo as preocupações com o excessivo endividamento do país.

Em abril de 2010, em resposta ao rebaixamento da classificação da dívida grega pela Standard & Poor's, em meio a temores de que o Governo decretasse moratória da dívida, foi elaborado um plano de resgate, mediante uma ação conjunta dos países da Eurozona e do FMI. Inicialmente o valor seria de €45 bilhões. Porém, devido à elevação das taxas de rolagem exigidas pelos mercados no refinanciamento da dívida grega, associado à possibilidade de contágio aos demais PIIGS³⁴¹, esse montante foi elevado para €110 bilhões. Desse valor, que será desembolsado ao longo dos próximos três anos, €80 bilhões seriam provenientes dos países da UEM e €30 bilhões do FMI. Como contrapartida, o

³⁴¹ PIGS é um termo em inglês pejorativo, originalmente usado pela imprensa britânica para designar o conjunto das economias de Portugal, Itália, Grécia e Espanha. O termo em inglês significa "porcos", animais usado em caricaturas para ilustrar a má performance econômica. No fim de 2008, a Irlanda foi também incluída e o termo PIGS ganhou mais um "I". Mais recentemente, o Reino Unido foi também associado que ganhou mais um G, transformando-se em PIIGGS.

país terá que implantar um intenso plano de ajuste fiscal³⁴², o qual, dentre outros objetivos, contemplará cortes de gastos orçamentários no valor de €30 bilhões, reduzindo seu déficit orçamentário para um valor inferior a 3,0% do PIB em 2014.

Note-se que mais de 160 mil pessoas perderam seus postos de trabalho desde abril de 2010 com os planos de austeridade cometidos pelo Governo. Desde seu resgate, a Grécia tem sido alvo constante das agências de rating. Como exemplo, em junho de 2011, a agência Standard & Poor's classificou a dívida da Grécia como a mais baixa do mundo, após a UE e o FMI terem anunciado a necessidade de novos planos de austeridades para o país. O então primeiro-ministro, George Papandreou, reformulou seu gabinete e pediu um voto de confiança ao Parlamento.

Com o segundo plano de resgate à Grécia, intensificaram-se os protestos e greves por todo o país. A grave situação econômica, paulatinamente mais insustentável, vem afetando o futuro econômico de todos os Estados-membros da UE. Em outubro de 2011, os líderes da Eurozona e do FMI assinaram um acordo para perdoar 50% da dívida grega. Este acordo, que objetiva uma redução na dívida a menos de 120% do PIB até 2020, foi bem recebido pelo setor financeiro, mas acolhido com desconfiança pelo povo grego devido aos novos planos de austeridade exigidos pela UE e FMI.

Semanas após a assinatura deste acordo, o primeiro-ministro George Papandreou anunciou que os termos do acordo deveriam passar pela aprovação de um referendo democrático, ou seja, a população deveria ser consultada sobre o futuro econômico do país. Esta decisão do primeiro-ministro balançou o setor financeiro mundial, gerando ainda mais incertezas sobre o futuro econômico e, por conseguinte, da Eurozona. Em troca de um acordo que criasse um Governo

³⁴² Nesse conjunto de medidas propostas pelo governo grego incluem-se: a) redução dos benefícios a funcionários públicos; b) redução de pensões a aposentados; c) congelamento de salários dos setores público e privado; d) redução dos investimentos públicos e das despesas de custeio do Estado; d) liberalização das leis trabalhistas, facilitando as demissões e abrindo à concorrência a várias profissões protegidas; etc.

de coalizão na Grécia, o referendo foi cancelado e a carta de demissão do primeiro-ministro aceita pelo Parlamento grego na primeira semana de novembro de 2011. O economista Lucas Papademos, ex. vice-presidente do BCE, tomou posse como novo primeiro-ministro em um Governo de aliança que foi, então, instalado.

7. HOLANDA



A Holanda, um dos estados-membros fundadores³⁴³ da UE, tem uma economia próspera e aberta que depende fortemente do desempenho do comércio exterior. Com uma atividade industrial baseada no processamento de alimentos, na indústria química, no refinamento de petróleo e no maquinário elétrico, o país tem uma das menores taxa de desemprego e um dos menores índices de inflação da UE³⁴⁴. Apesar de o setor agrícola empregar apenas 2% da força de trabalho, o mesmo produz grande quantidade de matéria prima para o setor de processamento de alimentos e exportação.

O Governo holandês desempenha um papel decisivo no tocante a regulamentação da atividade econômica, combinando uma rigorosa e estável política econômica com amplas reformas regulatórias. Apesar desta regulamentação, o crescimento do país, que, antes de 2008, vinha apresentando números positivos por quase 26 anos, foi duramente afetado pela crise global, registrando uma caída de 3,9% do PIB em 2009.

O setor financeiro, considerado o sétimo maior do mundo, também sofreu com a crise global, como resultado do alto nível da exposição que os bancos holandeses tinham com o setor imobiliário estadunidense. Com isso, o Governo nacionalizou dois bancos e investiu bilhões de euros em um terceiro, na tentativa de prevenir riscos sistêmicos, o que levou a um descontrole das contas

³⁴³ Alemanha, Bélgica, França, Itália e Holanda são os membros fundadores da UE em 1957, anteriormente designada por CEE.

³⁴⁴ Em 2010, a Holanda encerrou o ano com a segunda menor taxa de desemprego (4,5%) dos países da UE. No mesmo ano, a inflação (HICP) alcançou 0,9% na Holanda. Dados extraídos do Eurostat.

públicas, gerando um déficit orçamentário de 5,6% do PIB em 2009 e de 5,1% em 2010. Além disso, as exportações declinaram quase 10% em 2009, como resultado da redução da demanda mundial.

Considerando que a economia holandesa depende em grande parte do desempenho do comércio exterior, o país dependerá de um aumento substancial de suas exportações nos próximos anos. Adicionalmente, a Holanda deverá adotar medidas que fortaleçam o setor financeiro, como também investir em novos produtos e serviços de alta-tecnologia para continuar competindo intensamente no mercado internacional. Com essas medidas, o Governo objetiva continuar a figurar entre as nações mais prósperas da UE e do mundo.

8. IRLANDA



Pequeno país insular e agrícola, a Irlanda entrou na antiga CEE em 1973. Enquanto era uma das nações mais pobres da Europa acumulando um importante atraso, a Irlanda industrializou-se num período rápido de trinta anos, conhecendo um excepcional crescimento econômico não protagonizado no passado. Em 2001, já figurava como o segundo país mais rico da Eurozona e o quarto mais rico da UE em termos de PIB per capita³⁴⁵.

Nos últimos vinte anos, a economia vinha sendo sustentada pela reduzida alíquota de imposto imposta às empresas e também por expressivos investimentos, principalmente dos EUA e de países europeus. Graças aos fundos estruturais europeus e uma fiscalidade atrativa aos investimentos estrangeiros, a Irlanda especializou-se na indústria de elevada tecnologia, que fornece o essencial para as exportações³⁴⁶ e desenvolveu bastante o setor de serviços. Por sua vez, a outra parte do crescimento era atribuída a investimentos direcionados

³⁴⁵ Em 2001, por exemplo, a Irlanda figurava atrás de Luxemburgo na Eurozona em termos de PIB per capita; e de Luxemburgo, Dinamarca e Suécia na UE. Dados extraídos do Eurostat.

³⁴⁶ O país é um dos maiores exportadores de bens e serviços relacionados com o software no mundo. De fato, muitos softwares estrangeiros são filtrados, através da República Irlandesa para sacar vantagem da política governamental de não se cobrar impostos sobre regalias de bens com *copyright*.

ao setor imobiliário e o crédito farto funcionava como lenha na fogueira, fazendo com que a economia ficasse superaquecida.

Em números concretos, a Irlanda alcançou durante 1997-2007 um crescimento médio espetacular de 7,2%, se comparado a média de crescimento da Eurozona (2,3%) e da UE (2,5%). Em termos per capita, o resultado é ainda surpreendente, obtendo um crescimento médio de 5,5% durante 1997-2007, bastante superior a média de crescimento da UE (2,2%). Este período de notável crescimento econômico fez com que muitos a batizassem de “Tigre Celta”³⁴⁷.

Finalmente a crise global exibiu a fragilidade desse milagre econômico, apagando a imagem do Tigre Celta, com um saldo desolador. Durante o período 2008-2010, o crescimento foi continuamente negativo, alcançando uma queda de 7,6% em 2009, um dos mais baixos resultados da UE. Por outra parte, o colapso na construção causou uma grave recessão econômica, contribuindo para que a taxa de desemprego disparasse, atingindo 13,7% em 2010, um resultado 198% superior ao obtido em 2007 (4,6%).

Os recorrentes resgates a bancos Irlandeses, afetados pela crise, geraram um descontrole completo nas contas públicas, contribuindo para que o déficit orçamentário explodisse de forma contínua durante 2008-2010. Este descontrole orçamentário associado às fracas perspectivas de crescimento foram determinantes para que o rating da dívida pública do país sofresse reduções consecutivas, por parte das agências de risco, provocando turbulências crônicas no mercado financeiro durante o ano de 2010.

Em novembro de 2010, em resposta as desconfianças geradas pela crise da dívida na Irlanda e a uma ameaça sistêmica a estabilidade do euro, os líderes dos 27 países da UE e do FMI aprovaram um plano de resgate de €85 bilhões. Do total, €10 bilhões seriam imediatamente aplicados na capitalização dos bancos afetados e um fundo adicional de contingência de €25 bilhões, na hipótese das

³⁴⁷ Supondo uma analogia com a denominação conferida aos “Tigres Asiáticos” (i.e. Coreia do Sul, Singapura, Hong Kong, Taiwan, entre outros), durante seu rápido período de crescimento econômico nos anos oitenta e noventa.

instituições necessitem de mais recursos. Os €50 bilhões restantes estariam destinados a resolver as necessidades de financiamento do orçamento. Como contrapartida, o país viu-se obrigado a estabelecer um intenso plano de ajuste fiscal, com vistas a reduzir drasticamente seu déficit orçamentário para um valor inferior a 3,0% do PIB em 2015.

Segundo dados da OECD, a economia irlandesa começou a mostrar alguns sinais modestos de tendência à recuperação, em outubro de 2011, em parte, devido ao aumento das exportações e a recuperação da competitividade. Com isso, a projeção de crescimento econômico do país passou de zero para 1,2% para o ano de 2011.

9. ITÁLIA



A economia da Itália, terceira maior da Eurozona, é bastante diversificada. No norte, encontram-se as maiores e mais desenvolvidas empresas do setor industrial (representando 25% do PIB) e, no sul predominam as pequenas empresas que dependem de capital governamental. O setor agrícola, que não contribui de forma tão expressiva (2% do PIB), também se localiza no sul, onde a taxa de desemprego é bastante alta e a qualidade de vida distingue-se bastante da parte norte desenvolvida.

Apesar do considerável setor industrial, o setor de serviços é o que gera a maior riqueza, contribuindo para 73% do PIB. Igualmente a outros países, a Itália sofreu intensamente os impactos da crise global. Durante o período 2008-2009, o país obteve crescimento negativo, caindo 5,1% em 2009, em parte, decorrente da redução dos investimentos e do fraco desempenho das exportações.

Da mesma forma que em outros casos, sua economia será fortemente abalada em longo prazo, dada a reduzida taxa de natalidade, somada aos baixíssimos índices de imigração, produto de uma política anti-imigratória fomentada pelo Governo.

Para acelerar o crescimento nos próximos anos, a Itália terá que investir em capacitação de mão-de-obra para aumentar a produtividade e competir no mercado internacional. Ademais, o Governo terá que implantar reformas circunstanciais que permitam um maior equilíbrio entre a economia do norte e com a economia do sul, para que haja uma melhoria na distribuição de renda.

Ainda que a Itália tenha se esforçado nos últimos anos para reduzir sua enorme dívida pública, os impactos da crise geraram um descontrole das contas, elevando o déficit orçamentário para 5,4% do PIB em 2009 e 4,6% do PIB em 2010, resultados bastante superiores aos alcançados nos anos anteriores. Como resultado, a dívida pública subiu, sustentando o posto de segunda mais alta da UE em 2010 (118,4% do PIB). Por outro lado, a crise não gerou grandes oscilações na taxa de desemprego, mantendo-se em torno de 7,6% no período 2008-2010, média similar a obtida (8,1%) na etapa anterior à crise (2000-2007).

Desde 2008, o Governo italiano tem buscado implantar algumas reformas estruturais nas áreas fiscais e trabalhistas, porém tais reformas ainda não se revelaram suficientes para uma melhoria da saúde econômica e fiscal do país. Portanto, tanto o FMI como a UE vêm pressionando constantemente o Governo a aprovar reformas estruturais adicionais. Em novembro de 2011, sob forte pressão da UE, o Governo aceitou ter suas contas fiscalizadas pelo FMI. Isto, entretanto, gerou uma insatisfação no Governo de Silvio Berlusconi o que acarretou sua perda de apoio no Parlamento.

Em meio a fortes e subsequentes pressões do mercado financeiro e da população, o primeiro-ministro, Silvio Berlusconi é substituído pelo economista Mario Monti nas primeiras semanas de novembro de 2011. No entanto, esta mudança no Governo não impediu que a prima de risco da dívida italiana continuasse subindo, superando os 500 pontos base na segunda quinzena do mesmo mês.



10. PORTUGAL

Portugal transformou-se em uma economia de mercado bastante diversificada e baseada em serviços depois de ingressar à CEE. Durante as últimas décadas, sucessivos Governos privatizaram muitas companhias estatais e liberalizaram setores chaves da economia, incluindo o setor financeiro e de telecomunicações.

Tendo aderido à CEE em 1986, o país iniciou um período de fortes reformas e de elevados investimentos em infra-estruturas que se repercutiram numa rápida aceleração do crescimento econômico. Durante boa parte da década de noventa, o crescimento ficou bem acima da média da UE, mas recuou substancialmente no período 2001-2007 situando-se por abaixo da média da UE³⁴⁸. Em 2010, em termos per capita, seu PIB alcançava 55% da média do PIB da Eurozona e 61% da UE.

Portugal foi um dos primeiros escolhidos para a fase conclusiva da UEM, iniciando a introdução do Euro em 1999³⁴⁹. A participação no Euro força ao cumprimento das regras do PEC, obrigando ao controle das contas públicas, mas assegura níveis mínimos históricos de inflação e juros. Em particular, um sistema educacional pobre tem sido um grande obstáculo a produtividade e crescimento. Portugal tem sido também ofuscado pelos produtores de baixo custo da Europa Central e da Ásia como destino prioritário dos investimentos privados. Durante 2001-2010, os investimentos em relação ao PIB, despencaram de 27% para 19%.

Mais uma vez, o país foi outra vítima da crise global que descontrolou os gastos públicos. O déficit orçamentário registrou 10,1% do PIB em 2009 e 9,8% em 2010. Como resultado, a dívida pública disparou, alcançando 93,3% do PIB, um aumento superior a 30%, se comparado com o ano de 2008. Ademais, o

³⁴⁸ Note-se que no período 2001-2007, Portugal obteve um crescimento médio de 1,1%, inferior a média da Eurozona (1,9%) e UE (2,2%). Dados extraídos do Eurostat.

³⁴⁹ Lembrando que a circulação de notas e moedas do Euro iniciou-se apenas em Janeiro de 2002.

combate ao desemprego é outro desafio que, desde o início da crise, não parou de subir, ultrapassando 11% em 2010.

A despeito da Grécia e de outros países da Eurozona, Portugal viveu no primeiro trimestre de 2010 uma forte pressão por Bruxelas e pelas agências de rating para corrigir seu déficit público, fazendo com que o Governo apresentasse, em abril de 2010, ao conselho de Bruxelas um PEC para o período 2010-2013³⁵⁰, onde se comprometia a reduzir substancialmente o seu déficit orçamentário.

Apesar de todas as medidas adotadas pelo Governo em 2010 e a relutância em pedir ajuda financeira, Portugal foi finalmente resgatado em abril de 2011. Os líderes dos países da UE e do FMI aprovaram um plano de resgate de cerca de €80 bilhões, dos quais €12 bilhões seriam aplicados na capitalização dos bancos. Em contrapartida, o Governo deverá empreender um duro programa de austeridade fiscal e dolorosas reformas estruturais para os próximos anos. Entre estes ajustes, estão os cortes no sistema previdenciário e o aumento de impostos, visando reduzir o déficit orçamentário para 3% em 2013.

³⁵⁰ Detalhes do PEC em www.portugal.gov.pt/pt/GC18/Documentos/MFAP/PEC2010_2013.pdf.

ANEXO II

Tabelas estatísticas

Tabela 22. Evolução trimestral do PIB (%), 2000-2010
(T/T-1), dados com ajuste sazonal

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal	UE (27)	EA (16)	EUA	Japão
2000T1	1,2	0,7	0,7	1,5	1,0	ND	1,1	0,4	1,0	2,2	1,2	1,2	0,3	1,8
2000T2	1,1	0,7	0,7	1,1	0,7	0,2	0,8	4,0	0,7	-0,9	0,9	0,9	2,0	0,2
2000T3	0,0	0,7	0,6	0,7	0,5	-0,4	0,5	1,2	1,0	2,2	0,5	0,5	0,1	0,1
2000T4	0,1	0,6	1,0	1,1	1,0	0,3	0,7	3,0	1,1	0,8	0,7	0,7	0,6	1,0
2001T1	1,0	0,0	-0,4	1,1	0,4	3,2	0,5	0,8	0,7	-0,6	0,8	0,7	-0,3	0,4
2001T2	0,1	-0,5	0,2	0,6	0,2	-0,5	0,6	-0,2	-0,4	0,8	0,1	0,1	0,7	-0,6
2001T3	-0,2	-0,2	-0,4	0,9	0,2	1,7	0,0	0,2	-0,2	0,1	0,2	0,1	-0,3	-1,1
2001T4	0,2	0,5	-0,2	0,6	-0,4	1,6	0,1	0,6	0,0	1,4	0,2	0,1	0,4	-0,4
2002T1	-0,4	0,9	1,0	0,4	0,6	0,0	-0,5	3,1	0,3	0,0	0,3	0,2	0,9	0,3
2002T2	0,2	0,5	0,5	0,8	0,5	0,9	0,6	0,9	0,4	0,1	0,5	0,5	0,5	0,8
2002T3	0,4	0,1	0,5	0,6	0,3	1,2	0,1	2,7	0,1	-1,1	0,4	0,4	0,5	0,8
2002T4	-0,2	0,1	0,2	0,8	-0,1	0,5	-0,1	0,6	0,2	-0,7	0,2	0,1	0,0	0,1
2003T1	-0,6	0,1	-0,1	0,9	0,2	3,8	0,2	-0,4	-0,2	0,2	0,2	0,0	0,4	-0,4
2003T2	-0,2	0,1	0,1	0,7	0,0	0,3	-0,2	1,7	-0,4	-0,3	0,2	0,0	0,8	0,6
2003T3	0,5	0,3	0,4	0,6	0,8	0,7	0,1	0,0	0,3	0,2	0,6	0,5	1,7	0,7
2003T4	0,4	0,6	0,7	0,9	0,7	1,2	0,5	5,0	0,4	0,1	0,8	0,7	0,9	1,4
2004T1	0,2	0,8	1,4	0,7	0,5	1,7	1,0	-0,5	0,6	1,1	0,7	0,6	0,7	1,1
2004T2	0,1	0,9	0,6	0,8	0,7	1,1	0,5	0,0	0,4	0,8	0,5	0,5	0,7	-0,3
2004T3	-0,1	0,8	1,0	1,2	0,5	0,4	0,4	0,7	0,4	-0,5	0,4	0,4	0,7	0,6
2004T4	0,1	0,3	0,1	0,7	0,8	1,1	0,2	2,1	-0,2	-0,3	0,5	0,4	0,9	-0,4
2005T1	0,0	0,6	0,2	0,9	0,1	-0,7	0,2	1,0	0,0	0,7	0,2	0,2	1,0	0,7
2005T2	0,6	1,1	0,7	0,9	0,3	0,7	1,2	2,8	0,6	1,2	0,8	0,7	0,4	1,2
2005T3	0,7	0,8	0,7	0,9	0,6	1,4	0,9	-0,6	0,3	-1,1	0,6	0,6	0,8	0,7
2005T4	0,4	0,8	0,7	1,0	0,7	1,4	0,5	2,0	0,3	0,2	0,6	0,6	0,5	0,3
2006T1	0,8	0,8	0,7	1,0	0,6	1,1	0,9	2,5	0,6	1,1	1,0	0,9	1,3	-0,1
2006T2	1,6	0,7	0,3	1,0	1,1	1,8	1,5	0,5	0,6	0,4	1,0	1,1	0,4	1,2
2006T3	0,9	1,0	1,0	1,0	0,2	1,0	0,3	1,3	0,4	-0,1	0,7	0,6	0,0	0,3
2006T4	1,2	1,4	1,0	1,0	0,8	0,4	0,7	-0,5	1,0	0,9	0,9	1,0	0,7	0,6
2007T1	0,3	1,2	1,0	0,9	0,6	2,1	1,4	5,4	0,2	1,5	0,8	0,7	0,2	1,1
2007T2	0,4	0,4	0,3	0,8	0,6	0,6	0,6	-1,5	0,1	0,0	0,5	0,4	0,8	0,3
2007T3	0,8	0,2	0,3	0,8	0,4	0,8	1,3	-0,5	0,2	-0,1	0,6	0,6	0,6	-0,2
2007T4	0,4	1,1	0,2	0,6	0,1	0,1	1,4	3,4	-0,4	1,0	0,5	0,4	0,7	0,6
2008T1	1,1	1,5	0,8	0,5	0,4	0,1	0,5	-2,4	0,4	0,0	0,5	0,6	-0,2	0,6
2008T2	-0,6	0,3	0,5	0,0	-0,7	0,5	-0,4	-2,0	-0,7	-0,2	-0,3	-0,4	0,1	-1,0
2008T3	-0,4	-0,9	-0,4	-0,8	-0,3	0,3	-0,1	0,0	-1,1	-0,5	-0,5	-0,5	-1,0	-1,3
2008T4	-2,0	-1,6	-2,2	-1,1	-1,5	-0,8	-1,1	-3,7	-2,0	-1,3	-1,9	-1,8	-1,7	-3,0
2009T1	-3,7	-1,7	-1,7	-1,6	-1,5	-1,1	-2,2	-2,9	-3,0	-1,9	-2,5	-2,6	-1,2	-4,9
2009T2	0,5	-0,7	0,1	-1,1	0,1	-1,0	-1,1	-0,4	-0,3	0,7	-0,3	-0,2	-0,2	2,2
2009T3	0,8	0,5	1,0	-0,3	0,2	-0,6	0,7	-0,6	0,4	0,5	0,3	0,4	0,4	-0,5
2009T4	0,5	0,5	0,4	-0,2	0,6	0,7	0,4	-1,3	0,0	-0,4	0,3	0,3	1,2	1,5
2010T1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,2	-1,9	0,5	1,2	0,6	0,9	0,4	0,3	0,9	2,2
2010T2	2,1	0,8	1,1	0,3	0,5	-1,3	0,7	-0,1	0,5	0,4	1,0	0,9	0,4	0,1
2010T3	0,8	1,2	0,4	0,0	0,4	-1,6	0,0	0,3	0,3	0,3	0,5	0,4	0,6	0,9
2010T4	0,4	1,0	0,5	0,2	0,3	-2,8	0,7	-1,4	0,1	-0,6	0,2	0,3	0,8	-0,8

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Extraído em 25.7.2011.

Notas: (1) ND: Não disponível; UE (27): União Europeia, 27 países; EA (16): Eurozona, 16 países.

(2) (T/T-1) Variação percentual em relação ao trimestre anterior, com ajuste sazonal.

Tabela 23. Evolução trimestral do paro (%), 2000-2010

Dados com ajuste sazonal

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal	UE (27)	EA (16)	EUA	Japão
2000T1	7,7	3,9	7,2	11,6	9,5	11,6	3,2	4,6	10,6	4,2	8,9	8,8	4,0	4,8
2000T2	7,5	3,7	6,9	11,2	9,1	11,4	3,1	4,4	10,3	3,9	8,7	8,5	3,9	4,7
2000T3	7,5	3,5	6,8	10,9	8,9	11,2	3,0	4,0	10,0	4,1	8,6	8,4	4,0	4,7
2000T4	7,4	3,4	6,6	10,6	8,6	10,7	2,8	3,8	9,6	3,8	8,5	8,1	3,9	4,7
2001T1	7,4	3,4	6,3	10,4	8,4	10,5	2,6	3,7	9,4	4,0	8,4	8,0	4,2	4,8
2001T2	7,5	3,5	6,5	10,4	8,3	10,6	2,6	3,7	9,1	4,0	8,5	8,0	4,4	4,9
2001T3	7,7	3,7	6,4	10,3	8,3	10,5	2,5	4,1	9,0	4,1	8,5	8,0	4,8	5,1
2001T4	7,9	3,9	7,2	10,4	8,4	11,0	2,6	4,1	8,9	4,1	8,6	8,1	5,5	5,4
2002T1	8,0	4,2	7,3	10,9	8,4	10,8	2,7	4,3	8,5	4,3	8,8	8,2	5,7	5,3
2002T2	8,2	4,2	7,4	11,0	8,5	10,2	2,9	4,3	8,8	4,8	8,9	8,4	5,8	5,4
2002T3	8,5	4,2	7,7	11,3	8,7	10,2	3,2	4,3	8,6	5,2	9,0	8,5	5,7	5,4
2002T4	8,8	4,1	7,8	11,3	8,9	10,1	3,5	5,0	8,4	6,0	9,0	8,6	5,9	5,3
2003T1	9,2	4,1	8,1	11,2	8,9	9,8	3,7	4,6	8,7	6,3	9,0	8,8	5,9	5,4
2003T2	9,3	4,2	8,1	11,0	8,9	9,6	4,0	4,5	8,5	6,4	9,0	8,8	6,1	5,4
2003T3	9,3	4,4	8,1	11,2	9,0	9,7	4,3	4,8	8,4	6,3	9,0	8,8	6,1	5,2
2003T4	9,4	4,5	8,5	11,0	9,2	9,8	4,6	4,5	8,2	6,5	9,0	8,9	5,8	5,0
2004T1	9,4	5,0	8,5	10,8	9,2	10,7	4,9	4,9	8,2	6,3	9,1	9,0	5,7	4,9
2004T2	9,6	4,8	7,9	10,8	9,2	10,5	5,2	4,4	8,1	6,7	9,1	9,0	5,6	4,7
2004T3	9,9	4,9	8,8	10,7	9,3	10,5	5,1	4,2	7,9	6,9	9,1	9,0	5,4	4,8
2004T4	10,2	5,0	8,4	10,2	9,2	10,3	5,2	4,4	7,9	7,1	9,1	9,1	5,4	4,5
2005T1	10,6	5,0	8,4	9,8	9,1	9,9	5,4	4,2	7,8	7,4	9,0	9,1	5,3	4,5
2005T2	10,7	5,3	8,5	9,4	9,2	9,9	5,4	4,6	7,8	7,6	9,0	9,1	5,1	4,4
2005T3	10,7	5,2	8,5	8,8	9,3	10,1	5,3	4,4	7,7	7,8	8,8	9,0	5,0	4,3
2005T4	10,5	5,2	8,5	8,7	9,4	9,6	5,1	4,3	7,5	8,1	8,8	8,9	5,0	4,4
2006T1	10,5	5,2	8,5	8,7	9,5	9,2	4,8	4,5	7,2	7,7	8,6	8,8	4,7	4,2
2006T2	10,0	4,8	8,5	8,6	9,4	9,0	4,4	4,4	6,9	7,7	8,3	8,5	4,6	4,1
2006T3	9,6	4,5	8,0	8,5	9,1	8,7	4,2	4,6	6,6	7,6	8,1	8,2	4,6	4,1
2006T4	9,2	4,4	8,0	8,3	8,9	8,7	4,1	4,3	6,4	8,2	7,8	8,0	4,4	4,0
2007T1	8,8	4,4	7,9	8,1	8,8	8,6	3,9	4,5	6,1	8,3	7,4	7,7	4,5	4,0
2007T2	8,5	4,6	7,8	8,0	8,4	8,4	3,6	4,5	6,0	8,2	7,2	7,5	4,5	3,7
2007T3	8,3	4,6	7,0	8,3	8,3	8,2	3,5	4,4	6,2	8,1	7,1	7,5	4,7	3,7
2007T4	8,0	4,2	7,1	8,7	7,9	8,0	3,3	4,8	6,3	7,8	6,9	7,4	4,8	3,9
2008T1	7,6	3,9	6,9	9,2	7,6	7,8	3,1	5,0	6,5	7,6	6,7	7,2	5,0	3,9
2008T2	7,4	3,5	6,8	10,5	7,6	7,5	3,1	5,5	6,8	7,7	6,9	7,4	5,3	3,9
2008T3	7,2	3,7	7,3	11,8	7,8	7,6	3,0	6,9	6,8	7,8	7,1	7,6	6,0	4,0
2008T4	7,1	4,1	7,1	14,0	8,2	7,9	3,0	8,0	7,0	7,9	7,5	8,0	6,9	4,1
2009T1	7,3	4,4	7,6	16,6	9,0	8,8	3,2	10,3	7,4	8,8	8,2	8,8	8,2	4,6
2009T2	7,6	4,8	7,7	17,8	9,4	9,2	3,5	11,8	7,6	9,5	8,8	9,4	9,3	5,1
2009T3	7,6	5,0	8,1	18,6	9,6	9,8	3,9	12,6	8,0	10,0	9,2	9,7	9,7	5,4
2009T4	7,4	4,9	8,1	19,0	10,0	10,2	4,2	12,8	8,3	10,2	9,4	9,9	10,0	5,3
2010T1	7,2	4,5	8,4	19,4	9,9	11,0	4,5	13,0	8,4	10,6	9,6	9,9	9,7	5,0
2010T2	6,9	4,5	8,5	20,0	9,8	12,2	4,5	13,4	8,5	11,0	9,6	10,0	9,6	5,1
2010T3	6,7	4,4	8,3	20,5	9,8	13,0	4,5	13,8	8,4	11,1	9,6	10,0	9,6	5,0
2010T4	6,6	4,2	8,0	20,5	9,6	14,1	4,4	14,5	8,5	11,2	9,6	10,0	9,6	5,0

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Extraído em 5.4.2011.

Notas: (1) UE (27): União Europeia, 27 países; EA (16): Eurozona, 16 países.

(2) Taxa percentual trimestral de desemprego com ajuste sazonal.

Tabela 24. Evolução trimestral do consumo privado (%), 2000-2010
(T/T-1), dados com ajuste sazonal

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal	UE (27)	EA (16)	EUA	Japão
2000T1	0,1	0,6	0,6	1,7	0,9	ND	2,1	4,6	0,9	2,1	1,2	0,9	1,5	0,4
2000T2	1,6	0,5	0,6	0,4	0,6	1,0	-0,3	2,3	0,5	-0,7	0,6	0,8	0,9	-0,3
2000T3	-0,1	0,5	0,9	0,8	0,3	1,0	0,9	0,1	0,4	1,1	0,3	0,3	1,0	-0,2
2000T4	-0,3	0,4	0,6	0,8	0,3	0,8	0,3	1,5	0,6	0,5	0,2	0,2	0,9	0,9
2001T1	1,3	0,3	0,0	1,5	1,0	2,1	0,5	0,8	0,6	0,1	1,1	1,1	0,4	1,0
2001T2	0,7	0,2	0,5	0,5	0,9	0,9	0,5	2,0	-0,6	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4
2001T3	0,3	0,1	-0,3	0,4	0,2	1,0	0,4	-0,3	-0,3	-0,1	0,4	0,2	0,4	-0,5
2001T4	-0,8	0,2	-0,1	0,7	0,0	1,3	0,6	2,7	-0,2	0,9	0,1	-0,1	1,6	0,4
2002T1	-0,9	0,3	0,3	0,7	0,6	1,6	-0,1	-0,3	0,3	0,7	0,4	0,0	0,3	0,1
2002T2	0,3	0,3	0,2	0,8	0,6	1,2	0,1	0,5	-0,3	0,1	0,4	0,3	0,5	0,7
2002T3	0,4	0,3	0,0	0,5	1,0	0,7	0,3	2,5	0,9	0,0	0,7	0,7	0,7	0,7
2002T4	0,0	0,3	0,5	0,8	0,2	0,4	0,3	0,0	0,7	-0,7	0,4	0,3	0,4	-0,3
2003T1	-0,3	0,3	-0,3	0,3	0,2	1,5	-0,3	0,4	0,0	-0,3	0,2	0,0	0,5	-0,1
2003T2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,5	-0,3	0,8	-0,2	-0,1	0,5	0,2	0,9	-0,3
2003T3	0,0	0,4	0,1	1,8	0,9	0,2	-0,3	0,7	0,9	0,9	0,7	0,6	1,4	0,4
2003T4	-0,3	0,4	0,8	1,3	0,2	1,1	0,3	1,0	-0,6	0,7	0,3	0,1	0,6	1,1
2004T1	-0,1	0,5	0,3	0,4	0,0	1,0	1,4	0,6	0,9	0,8	0,6	0,4	1,0	0,6
2004T2	-0,3	0,4	-0,1	1,3	0,6	1,2	-0,6	1,1	-0,3	0,7	0,4	0,2	0,5	0,0
2004T3	-0,1	0,4	0,5	1,1	0,1	1,1	0,0	1,5	0,1	0,6	0,4	0,3	0,9	0,5
2004T4	1,1	0,4	0,7	0,9	1,4	1,3	0,1	0,3	0,7	0,4	0,8	1,0	1,2	-0,6
2005T1	-0,4	0,5	-0,1	1,0	0,4	0,9	0,2	2,7	-0,3	0,4	0,2	0,1	0,7	0,4
2005T2	-0,1	0,6	0,3	1,1	0,5	1,1	0,6	1,6	0,8	1,3	0,6	0,6	1,0	0,8
2005T3	0,6	0,6	0,4	1,1	0,5	1,1	0,7	3,0	0,6	-1,3	0,7	0,7	0,7	0,9
2005T4	-0,3	0,6	0,6	0,7	0,6	1,4	0,1	-0,3	-0,1	1,1	0,4	0,2	0,3	0,4
2006T1	0,7	0,4	0,5	1,1	0,8	1,7	-1,5	2,9	0,4	0,7	0,5	0,7	1,1	0,1
2006T2	0,2	0,3	0,3	0,6	0,7	1,2	1,0	1,6	0,3	0,4	0,8	0,5	0,5	0,7
2006T3	0,4	0,3	0,4	1,1	0,4	1,1	0,0	0,2	0,4	0,5	0,4	0,5	0,6	-0,5
2006T4	1,4	0,3	0,4	1,0	0,3	0,6	-0,5	2,1	0,2	0,4	0,8	0,7	1,0	0,8
2007T1	-2,1	0,2	0,5	0,9	0,6	0,4	0,9	2,5	0,7	0,9	0,1	0,0	0,6	0,8
2007T2	0,6	0,1	0,4	1,0	0,8	0,7	0,4	1,4	0,0	0,7	0,6	0,6	0,4	0,5
2007T3	0,6	0,1	0,4	0,5	0,7	0,7	0,9	0,7	0,3	0,6	0,7	0,6	0,4	-0,3
2007T4	-0,3	0,1	0,3	1,1	0,4	0,8	0,7	0,8	-0,5	0,8	0,4	0,2	0,3	0,1
2008T1	0,8	0,1	0,7	-0,4	-0,3	1,5	0,1	-0,5	0,7	0,0	0,4	0,3	-0,2	0,8
2008T2	-0,8	0,1	0,4	-0,5	-0,4	0,8	0,4	-2,5	-1,1	-0,2	-0,4	-0,5	0,0	-1,5
2008T3	0,6	0,2	0,1	-1,7	-0,3	0,1	-0,2	0,5	0,1	1,1	-0,2	0,1	-0,9	-0,2
2008T4	-0,3	0,3	-0,8	-1,4	0,1	-0,3	-0,2	-1,8	-1,4	-0,9	-0,9	-0,6	-0,8	-1,3
2009T1	0,2	0,3	-0,5	-1,4	-0,1	-1,1	-1,4	-4,9	-0,8	-2,1	-0,7	-0,5	-0,1	-1,6
2009T2	0,5	0,4	0,3	-1,0	0,2	-1,0	-1,2	-0,1	-0,1	0,3	-0,2	0,0	-0,4	1,2
2009T3	-1,1	0,3	0,8	-0,4	0,1	-0,1	-0,2	-1,0	0,6	1,4	-0,2	-0,2	0,5	0,0
2009T4	-0,2	0,3	0,4	0,2	0,9	0,8	-0,3	-0,7	0,1	0,7	0,3	0,2	0,2	0,7
2010T1	0,1	0,2	0,1	0,9	0,1	0,9	1,3	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,9
2010T2	0,7	0,2	0,4	1,4	0,1	-6,6	-0,6	0,0	0,0	0,5	0,2	0,2	0,5	-0,2
2010T3	0,3	0,2	0,5	-1,0	0,5	-0,8	0,1	0,0	0,4	0,4	0,2	0,2	0,6	0,8
2010T4	0,6	0,2	0,6	0,3	0,4	-1,6	0,4	-0,9	0,3	-0,2	0,3	0,3	1,0	-1,0

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Extraído em 25.7.2011.

Notas: (1) ND: Não disponível; UE (27): União Europeia, 27 países; EA (16): Eurozona, 16 países.

(2) (T/T-1) Variação percentual em relação ao trimestre anterior, com ajuste sazonal.

**Tabela 25. Evolução trimestral do consumo do governo (%), 2000-2010
(T/T-1), dados com ajuste sazonal**

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal	UE (27)	EA (16)	EUA	Japão
2000T1	1,6	-1,3	1,0	1,4	0,7	ND	-0,1	2,7	1,0	1,1	1,1	1,1	-1,1	1,3
2000T2	-0,5	0,3	0,7	0,8	0,4	1,2	0,7	3,7	0,2	1,2	0,3	0,2	2,0	1,7
2000T3	-0,1	-0,2	0,5	1,8	0,4	2,0	0,8	1,5	1,0	1,2	0,4	0,5	-0,5	0,8
2000T4	0,8	-0,4	0,3	0,4	0,2	1,9	0,2	3,9	0,7	1,1	0,6	0,6	0,3	0,6
2001T1	0,0	-0,2	0,1	1,5	0,3	-4,3	2,9	1,8	1,2	1,0	0,5	0,5	1,5	0,5
2001T2	-0,4	-0,1	0,4	0,7	0,3	1,4	0,7	1,7	1,1	0,8	0,4	0,4	1,3	1,2
2001T3	-0,1	0,2	0,6	0,6	0,4	2,0	0,6	3,9	0,5	0,7	0,6	0,4	0,9	0,1
2001T4	1,8	0,3	0,8	0,7	0,3	1,5	0,2	2,2	1,9	0,5	1,1	1,1	1,1	1,3
2002T1	-0,6	0,1	1,1	0,6	0,5	2,1	1,4	1,0	-0,3	0,4	0,3	0,2	1,5	0,3
2002T2	0,7	0,2	0,8	1,9	0,7	1,4	1,7	1,6	1,0	0,2	0,9	0,9	1,1	0,4
2002T3	0,2	0,2	0,6	1,9	0,4	2,1	0,2	1,4	-0,1	0,1	0,4	0,4	0,7	0,8
2002T4	0,9	0,2	0,4	1,5	0,6	1,4	-0,6	-0,5	0,3	0,0	0,5	0,6	0,7	0,2
2003T1	-1,3	0,4	0,1	0,9	0,2	-5,6	2,6	0,8	0,7	0,0	0,4	0,0	-0,2	0,5
2003T2	0,6	0,3	0,3	0,6	0,5	1,3	0,0	-0,1	0,3	0,0	0,5	0,4	1,6	1,1
2003T3	0,5	0,2	0,4	0,8	0,4	2,4	0,6	1,4	1,1	0,2	0,8	0,7	-0,2	0,3
2003T4	0,2	0,1	0,4	1,4	0,7	1,0	-0,2	0,3	0,1	0,4	0,7	0,5	0,2	0,9
2004T1	-1,0	0,1	0,5	2,3	0,5	-0,2	-1,1	0,8	1,3	0,6	0,2	0,2	0,7	0,4
2004T2	-0,3	0,4	0,5	1,6	0,7	1,3	1,3	0,2	-0,1	0,9	0,3	0,4	0,2	0,0
2004T3	0,5	0,5	0,4	1,6	0,4	0,4	-0,2	0,7	0,4	1,1	0,4	0,5	0,5	0,4
2004T4	-1,1	0,4	0,4	0,8	0,2	0,9	0,1	0,2	0,5	1,2	0,2	0,0	-0,3	0,4
2005T1	-0,1	0,5	0,3	1,5	0,3	-1,1	-1,1	1,9	0,9	1,1	0,3	0,3	0,3	1,1
2005T2	1,7	0,4	0,2	1,6	0,4	-0,1	0,9	1,1	0,1	0,7	0,9	0,8	-0,1	-0,7
2005T3	-0,2	0,2	0,2	1,0	0,4	1,2	1,1	2,0	0,6	0,2	0,5	0,4	0,9	1,6
2005T4	-0,1	0,3	0,1	1,5	0,1	1,6	0,2	0,7	-0,1	-0,2	0,2	0,2	-0,8	-1,7
2006T1	0,6	1,7	0,0	0,8	0,6	5,8	7,5	1,3	-0,2	-0,5	1,1	1,1	1,2	-0,3
2006T2	-0,6	0,4	0,2	0,7	0,4	0,6	0,7	1,9	0,2	-0,4	0,0	0,2	-0,4	1,2
2006T3	0,9	0,4	0,3	1,4	0,1	0,1	0,0	1,4	0,1	-0,1	0,5	0,4	0,4	1,6
2006T4	0,4	0,2	0,5	1,7	0,5	1,7	1,5	0,8	0,6	0,2	0,6	0,7	0,3	-1,3
2007T1	0,8	0,2	0,6	1,4	0,5	5,2	1,3	4,1	0,3	0,3	0,5	0,9	-0,1	0,5
2007T2	-0,1	0,4	0,6	1,2	0,4	0,8	0,4	0,6	0,0	0,3	0,4	0,3	0,7	0,9
2007T3	0,0	1,8	0,6	1,2	0,1	0,4	0,8	1,2	0,0	0,1	0,5	0,4	1,0	-0,4
2007T4	1,1	1,1	0,7	1,6	0,1	1,9	0,5	-0,5	0,4	-0,1	0,7	0,7	0,3	1,5
2008T1	0,2	0,5	0,9	1,2	0,3	-1,5	0,8	0,8	-0,1	-0,2	0,1	0,4	0,6	-0,1
2008T2	1,3	2,3	0,4	1,6	0,3	1,1	0,5	0,7	0,4	0,1	1,0	0,8	0,2	-1,0
2008T3	0,0	-0,9	0,3	1,5	0,7	1,1	1,0	-0,9	0,0	0,5	0,5	0,4	1,3	-0,3
2008T4	0,9	1,5	0,6	2,0	0,6	-0,5	1,0	-0,2	0,4	0,9	0,9	0,8	0,7	1,2
2009T1	0,8	-1,5	-0,3	0,7	0,5	3,8	1,4	-0,6	0,0	2,7	0,3	0,6	-0,4	1,0
2009T2	1,0	0,2	-0,1	0,1	0,7	3,1	1,7	-2,1	1,1	-0,7	0,6	0,8	1,3	1,0
2009T3	0,5	1,3	0,1	-0,1	0,6	1,5	1,2	-1,9	-0,3	1,3	0,3	0,4	0,2	1,1
2009T4	0,0	-0,3	0,3	-0,6	0,6	10,4	0,3	-1,3	-0,1	-0,2	0,4	0,4	-0,1	1,0
2010T1	1,5	-0,9	0,3	-0,5	-0,1	-17,1	-1,1	0,4	-0,7	0,4	-0,1	-0,3	0,0	-0,4
2010T2	-0,6	0,1	0,5	1,1	0,2	1,1	0,9	-1,6	0,5	3,1	0,3	0,3	0,6	1,2
2010T3	0,8	-0,1	0,3	-0,7	0,3	0,4	0,3	-0,5	-0,4	-5,2	0,1	0,1	0,7	0,3
2010T4	-0,2	-0,1	0,3	-0,7	0,1	1,1	0,0	0,0	-0,5	3,7	0,0	-0,1	-0,5	0,4

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Extraído em 25.7.2011.

Notas: (1) ND: Não disponível; UE (27): União Europeia, 27 países; EA (16): Eurozona, 16 países.

(2) (T/T-1) Variação percentual em relação ao trimestre anterior, com ajuste sazonal.

Tabela 26. Evolução trimestral dos investimentos (FBCF) (%), 2000-2010
(T/T-1), dados com ajuste sazonal

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal	UE (27)	EA (16)	EUA	Japão
2000T1	2,4	1,4	3,2	4,5	2,3	ND	-2,1	1,7	2,6	4,9	2,1	2,4	2,5	1,3
2000T2	-0,3	2,2	1,9	0,1	0,9	-1,3	-0,1	4,6	1,7	-5,4	0,3	0,5	1,9	-1,1
2000T3	0,9	0,9	1,1	-0,6	1,7	-0,8	-0,7	0,5	1,0	2,5	0,9	0,9	0,4	1,0
2000T4	-0,9	0,6	0,3	1,1	1,3	1,6	0,7	-5,8	-0,5	-1,3	0,4	0,1	0,3	2,3
2001T1	-0,3	-0,3	0,6	3,0	0,6	2,3	0,2	9,0	1,8	-2,4	0,6	0,9	-0,3	0,6
2001T2	-2,2	-2,0	-1,2	0,4	-0,4	-0,7	0,6	-3,8	0,5	4,5	-0,3	-0,7	-0,4	-2,6
2001T3	-1,8	-2,0	1,8	2,0	0,0	2,3	-1,9	-5,8	-1,4	0,5	-0,5	-0,7	-1,7	-0,9
2001T4	-1,2	-0,5	-3,5	-0,4	-1,2	5,7	1,1	1,8	1,1	2,2	-0,6	-0,5	-1,3	-4,7
2002T1	-2,0	-0,2	0,4	0,9	-0,4	-3,4	-1,7	5,6	1,7	-2,4	-0,2	-0,4	-0,4	0,4
2002T2	-2,3	-1,3	-4,4	0,3	-0,5	7,7	-1,5	-1,8	-1,5	-2,1	-0,4	-1,1	-0,3	-0,9
2002T3	-0,1	-2,0	-0,4	1,3	0,1	2,5	-1,5	4,7	4,2	-3,8	0,7	0,7	0,1	0,2
2002T4	-0,6	0,5	2,5	3,1	-0,4	2,3	-4,3	-4,4	3,2	-1,1	1,1	0,6	-0,6	-0,1
2003T1	0,6	3,1	0,3	0,7	1,1	2,8	2,9	-1,3	-4,8	-3,2	-0,4	-0,2	-0,1	-1,5
2003T2	0,1	1,2	-0,1	1,4	0,8	2,8	-0,2	4,4	-0,3	-1,5	-0,1	0,5	2,2	1,2
2003T3	0,3	0,3	-0,7	1,6	1,6	3,6	-0,1	7,5	0,2	1,3	0,9	1,0	3,2	-0,4
2003T4	-0,1	0,4	-1,2	0,9	0,7	-0,7	1,0	8,2	0,5	-1,1	1,2	0,5	1,4	2,7
2004T1	-1,0	-0,7	5,5	0,9	-0,1	1,5	-0,4	-8,2	1,4	1,2	0,5	0,2	-0,3	-0,6
2004T2	-0,9	0,2	2,7	1,4	1,0	-1,8	-2,4	8,7	-0,1	-0,7	0,6	0,3	2,8	-0,3
2004T3	0,7	2,0	3,2	2,0	1,1	-3,5	-1,1	1,1	-0,5	0,0	0,6	0,6	1,7	0,1
2004T4	-0,5	1,8	-2,0	0,8	1,4	0,3	2,2	1,8	0,1	-0,3	0,4	0,5	1,1	0,2
2005T1	-1,4	0,7	4,9	2,1	0,8	-1,4	0,8	1,3	-0,1	-0,1	0,4	0,4	0,9	2,0
2005T2	1,5	-0,2	3,9	2,2	1,0	-2,7	2,5	14,3	1,8	1,4	1,8	2,0	1,7	1,3
2005T3	1,4	-0,7	-2,4	1,6	1,4	-2,9	1,9	-5,4	1,2	-2,1	1,6	0,8	1,2	0,6
2005T4	3,3	-0,8	-1,7	1,6	0,9	1,7	-1,4	5,2	-0,8	0,4	1,0	1,2	0,5	-0,9
2006T1	-1,0	-0,2	2,8	2,0	0,0	6,7	1,9	-2,0	1,1	0,7	0,4	0,6	2,0	-1,1
2006T2	6,5	1,2	1,0	1,6	2,0	3,6	3,2	-3,1	1,3	-0,8	3,1	2,6	0,0	2,3
2006T3	0,6	1,7	1,1	2,1	0,7	3,8	2,9	8,2	0,1	-1,7	1,7	1,2	-1,2	-1,0
2006T4	3,3	1,4	0,7	1,1	2,5	-0,3	4,0	2,0	2,3	-0,6	2,2	2,3	-1,1	1,6
2007T1	0,4	0,8	2,2	0,4	1,6	3,6	-0,2	4,7	-0,2	3,5	1,5	1,0	-0,2	-0,2
2007T2	-1,3	0,0	1,7	1,8	1,1	2,5	-2,0	-7,2	-1,2	-0,9	0,1	0,0	1,0	-1,7
2007T3	0,6	0,3	1,2	0,4	1,2	-1,2	3,2	-5,4	1,0	0,6	0,7	0,6	-0,2	-1,8
2007T4	3,2	1,3	1,8	1,3	1,5	-7,5	1,9	4,9	-0,4	4,1	1,9	1,5	-0,9	-0,9
2008T1	1,6	2,5	0,7	-2,0	0,8	-1,0	2,6	1,5	-0,8	-1,1	-0,2	0,3	-1,3	1,6
2008T2	-2,8	1,1	0,3	-1,2	-1,4	0,0	1,1	-10,0	-0,4	-0,7	-1,0	-1,4	-0,3	-1,8
2008T3	0,4	-1,7	-1,6	-4,6	-1,5	-2,8	-1,2	1,2	-2,3	-1,9	-1,9	-1,6	-2,4	-2,0
2008T4	-1,1	-3,1	-1,2	-4,7	-2,9	1,8	-3,4	-16,6	-6,2	-2,9	-3,5	-3,8	-5,9	-4,2
2009T1	-8,5	-3,4	-2,8	-5,6	-3,5	-9,3	-2,7	-11,3	-4,5	-7,8	-6,0	-5,7	-8,9	-4,4
2009T2	-1,0	-1,9	0,7	-4,4	-1,9	-2,8	-3,8	1,1	-2,4	0,5	-2,8	-2,2	-1,6	-2,5
2009T3	0,8	-0,2	-2,5	-2,8	-1,3	1,7	-2,9	-9,5	-0,8	2,0	-1,1	-1,2	0,4	-2,9
2009T4	0,1	-0,9	0,4	-2,0	-0,5	-2,8	-3,1	-6,7	0,8	-6,7	-0,9	-0,7	-0,6	0,7
2010T1	0,4	-1,2	-1,8	-1,8	-1,2	-4,6	-1,5	-16,8	1,5	2,0	-0,2	-0,7	0,2	0,9
2010T2	5,6	0,5	1,1	-0,3	1,0	-9,6	3,9	18,1	1,6	-2,6	1,9	2,2	4,1	0,7
2010T3	1,5	1,6	0,4	-2,8	0,9	-6,3	-2,2	-22,2	0,6	-0,3	0,4	-0,2	0,8	0,4
2010T4	-0,1	1,3	0,3	-1,5	0,5	-3,0	0,7	-1,9	-0,8	-3,1	-0,2	-0,3	1,4	-0,7

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Extraído em 25.7.2011.

Notas: (1) ND: Não disponível; UE (27): União Europeia, 27 países; EA (16): Eurozona, 16 países.

(2) (T/T-1) Variação percentual em relação ao trimestre anterior, com ajuste sazonal.

(3) FBCF: Formação Bruta de Capital Fixo.

Tabela 27. Evolução trimestral do consumo privado (% PIB), 2000-2010

Dados com ajuste sazonal

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal	UE (27)	EA (16)	EUA	Japão
2000T1	58,4	54,8	53,1	59,9	56,2	71,9	50,9	49,5	59,8	64,1	58,8	57,6	68,8	56,4
2000T2	58,8	54,8	53,3	59,6	56,3	71,8	50,3	48,7	59,9	63,9	58,7	57,7	68,1	56,2
2000T3	59,1	54,7	53,6	59,6	56,3	72,4	50,2	48,5	59,9	63,5	58,7	57,7	68,7	56,1
2000T4	59,2	54,6	53,4	59,5	56,1	73,4	50,2	47,9	59,8	63,6	58,7	57,7	68,9	56,1
2001T1	59,3	54,8	53,4	59,6	56,3	71,6	49,8	47,1	59,4	64,1	58,6	57,6	69,4	56,3
2001T2	59,7	55,2	53,7	59,3	56,7	73,0	50,1	47,6	59,2	63,6	59,0	57,9	69,1	57,0
2001T3	60,0	55,3	53,6	58,9	56,5	72,9	49,9	47,3	59,1	63,2	59,1	57,8	69,4	57,4
2001T4	59,1	55,0	53,4	58,7	56,4	72,8	50,3	48,5	58,7	62,4	58,7	57,5	70,1	57,8
2002T1	58,9	54,6	53,0	58,5	56,3	73,0	50,1	46,4	58,7	63,1	58,7	57,3	69,6	57,4
2002T2	59,1	54,3	52,7	58,5	56,2	73,2	50,1	47,6	58,5	62,8	58,5	57,3	69,8	57,8
2002T3	58,8	54,4	52,5	58,2	56,5	73,0	49,8	46,9	58,7	63,3	58,5	57,3	70,0	57,8
2002T4	58,8	54,6	52,5	58,0	56,6	72,6	50,2	46,6	58,9	63,2	58,6	57,3	70,2	57,6
2003T1	59,5	54,8	52,5	57,7	56,8	70,9	50,0	47,3	59,2	63,3	58,7	57,6	70,2	58,0
2003T2	59,6	55,0	52,5	57,2	56,8	70,7	49,9	47,4	59,2	63,3	58,5	57,5	70,2	57,3
2003T3	59,2	55,1	52,3	57,7	56,9	70,6	49,8	47,1	58,9	63,7	58,4	57,5	70,0	57,2
2003T4	59,0	55,1	52,2	57,9	56,7	70,7	49,8	45,4	58,9	63,7	58,3	57,3	69,7	57,4
2004T1	58,9	54,9	51,8	58,0	56,6	70,3	49,9	46,1	58,7	64,0	58,3	57,2	69,9	57,1
2004T2	58,8	54,8	51,6	58,1	56,7	70,0	49,5	46,1	58,5	63,9	58,2	57,1	69,7	57,2
2004T3	58,9	54,7	51,4	57,8	56,5	70,5	49,3	46,5	58,6	64,3	58,2	57,1	69,7	57,1
2004T4	59,6	54,9	51,7	57,8	56,8	70,5	49,1	46,0	59,0	64,7	58,3	57,4	69,9	56,9
2005T1	59,3	55,0	51,4	57,8	56,9	72,3	48,9	46,4	59,0	64,9	58,3	57,4	69,5	56,9
2005T2	59,0	54,8	51,5	57,8	56,9	72,4	48,7	45,3	58,9	64,9	58,2	57,3	69,9	56,8
2005T3	59,3	54,8	51,5	57,9	57,0	72,2	48,7	47,3	59,2	64,7	58,5	57,5	69,9	57,0
2005T4	59,0	54,6	51,2	57,7	56,8	72,1	48,6	46,0	58,9	65,3	58,4	57,2	69,8	57,1
2006T1	59,0	54,5	51,2	57,5	57,1	72,5	47,6	45,7	59,3	65,4	58,1	57,3	69,4	57,4
2006T2	58,2	54,4	51,5	57,4	56,8	72,2	47,4	46,7	58,8	65,4	57,9	56,9	69,4	57,2
2006T3	58,0	53,9	51,4	57,3	56,8	72,6	47,3	45,3	59,2	65,5	57,8	56,8	69,8	56,9
2006T4	58,1	53,3	51,2	57,2	56,2	72,6	46,3	47,3	58,7	65,2	57,6	56,6	69,7	56,7
2007T1	56,6	52,9	50,8	57,2	56,2	71,4	46,5	45,7	58,8	64,5	57,1	56,1	69,9	56,6
2007T2	56,7	52,9	50,9	57,3	56,3	71,4	46,2	47,3	58,6	65,2	57,2	56,1	69,6	56,7
2007T3	56,7	52,9	51,0	57,2	56,5	71,7	46,0	49,4	58,7	65,6	57,2	56,2	69,6	56,8
2007T4	56,5	52,6	51,4	57,7	57,0	72,1	45,9	48,2	58,7	66,0	57,3	56,3	69,9	56,9
2008T1	56,4	52,1	51,7	57,6	56,6	73,0	45,4	50,6	59,2	66,2	57,4	56,4	70,2	57,4
2008T2	56,3	52,1	51,8	57,6	56,9	73,4	45,8	50,9	58,6	66,6	57,3	56,4	70,4	57,3
2008T3	57,3	52,6	52,0	57,0	56,8	73,6	45,5	51,1	59,8	67,5	57,6	56,8	70,4	58,6
2008T4	57,9	53,4	52,3	56,5	57,2	74,6	45,1	51,7	59,4	67,0	57,7	56,9	70,2	58,1
2009T1	59,4	54,1	52,8	56,5	57,8	72,4	46,0	50,6	59,7	65,9	58,3	57,6	70,6	59,5
2009T2	59,6	54,4	52,6	56,4	57,9	74,2	45,9	50,4	60,0	65,5	58,5	57,8	70,7	59,4
2009T3	58,4	54,4	52,2	56,5	58,0	74,7	45,9	50,5	60,1	65,6	58,3	57,5	71,1	59,6
2009T4	58,3	54,3	52,2	56,9	58,2	74,9	45,8	51,6	60,4	66,2	58,3	57,6	71,0	59,3
2010T1	58,2	54,2	52,6	57,9	58,3	75,2	45,8	50,3	60,6	66,1	58,4	57,7	70,8	58,5
2010T2	57,7	54,0	52,5	58,7	58,1	74,6	45,2	49,6	60,2	66,9	58,3	57,5	70,6	58,8
2010T3	57,7	53,4	52,4	58,3	58,1	74,9	45,3	50,2	60,1	66,7	58,2	57,4	70,3	58,5
2010T4	58,1	53,1	52,3	58,7	58,3	76,1	45,3	52,7	60,8	67,4	58,5	57,8	70,7	58,5

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Extraído em 25.7.2011.

Notas: (1) ND: Não disponível; UE (27): União Europeia, 27 países; EA (16): Eurozona, 16 países.

(2) Valor percentual em relação ao PIB trimestral total, com ajuste sazonal.

Tabela 28. Evolução trimestral do consumo do governo (% PIB), 2000-2010**Dados com ajuste sazonal**

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal	UE (27)	EA (16)	EUA	Japão
2000T1	19,2	19,3	21,4	17,2	23,0	17,7	22,0	14,0	18,5	18,4	19,8	19,8	14,3	16,6
2000T2	18,9	19,2	21,3	17,2	23,0	17,6	21,9	14,0	18,4	18,8	19,7	19,7	14,3	16,9
2000T3	18,9	19,1	21,1	17,3	22,9	17,8	21,9	14,1	18,5	18,8	19,8	19,7	14,3	17,1
2000T4	19,0	18,9	21,4	17,2	22,7	18,1	22,0	14,7	18,4	19,0	19,8	19,7	14,3	16,9
2001T1	18,9	18,8	21,4	17,1	22,7	17,2	22,4	14,3	18,5	19,2	19,8	19,7	14,6	17,2
2001T2	18,8	18,9	21,4	17,1	22,7	17,5	22,4	14,7	18,9	19,2	19,8	19,7	14,7	17,4
2001T3	18,8	18,9	21,8	17,0	22,8	17,5	22,7	15,0	19,1	19,3	20,0	19,8	14,9	17,6
2001T4	19,1	18,9	22,3	17,0	23,0	17,3	22,9	15,9	19,3	19,1	20,2	20,1	15,0	17,8
2002T1	19,1	18,7	22,2	17,0	23,1	18,3	23,5	15,3	19,1	19,3	20,2	20,1	15,2	18,3
2002T2	19,2	18,6	22,5	17,1	23,4	18,3	23,5	15,8	19,2	19,3	20,4	20,2	15,4	17,9
2002T3	19,1	18,6	22,6	17,3	23,5	18,4	23,8	15,3	19,5	19,5	20,5	20,3	15,4	17,9
2002T4	19,4	18,6	22,7	17,4	23,7	18,2	23,9	15,3	19,1	19,6	20,5	20,3	15,6	17,9
2003T1	19,2	18,7	22,6	17,4	23,7	17,1	24,2	15,8	19,4	19,8	20,6	20,3	15,8	18,0
2003T2	19,2	18,8	22,9	17,3	23,8	17,0	24,7	15,6	19,6	19,8	20,7	20,4	16,0	18,3
2003T3	19,4	18,9	23,4	17,3	23,8	17,1	24,5	15,9	20,3	19,8	20,9	20,7	15,7	18,1
2003T4	19,2	18,9	22,7	17,4	23,8	17,0	24,5	15,3	19,5	19,7	20,7	20,4	15,6	17,8
2004T1	18,9	18,8	22,9	17,7	23,8	17,2	24,0	15,7	19,9	19,8	20,7	20,4	15,7	17,7
2004T2	18,8	18,8	22,6	17,8	23,8	17,3	24,5	15,8	20,1	19,8	20,8	20,5	15,7	18,0
2004T3	19,0	18,7	22,5	17,9	23,8	17,3	24,2	16,1	19,5	20,1	20,7	20,4	15,7	17,9
2004T4	18,8	18,7	23,0	17,9	23,7	17,0	24,3	16,0	20,0	20,5	20,7	20,4	15,6	18,2
2005T1	18,7	18,7	22,6	17,9	23,8	17,3	23,7	15,9	20,3	20,8	20,7	20,4	15,7	18,1
2005T2	18,9	18,6	23,0	18,0	23,8	17,1	23,6	15,5	20,0	20,8	20,8	20,4	15,6	18,0
2005T3	18,8	18,5	22,8	18,0	23,8	16,9	23,8	16,2	20,0	21,0	20,8	20,4	15,7	18,2
2005T4	18,6	18,4	22,5	18,1	23,7	17,0	23,6	15,9	21,0	20,8	20,9	20,5	15,6	18,0
2006T1	18,6	18,6	22,6	18,0	23,6	17,6	25,1	15,7	20,0	20,5	20,9	20,4	15,7	17,9
2006T2	18,2	18,5	22,5	18,0	23,5	17,7	25,0	16,2	20,6	20,3	20,7	20,4	15,6	17,9
2006T3	18,2	18,4	22,2	18,0	23,4	17,6	25,0	15,9	20,1	20,1	20,6	20,2	15,7	18,0
2006T4	18,1	18,2	22,3	18,1	23,3	17,8	25,1	16,5	19,7	20,0	20,5	20,1	15,6	17,7
2007T1	17,9	18,1	22,4	18,2	23,2	18,2	25,2	16,2	19,6	19,7	20,4	20,0	15,7	17,6
2007T2	17,8	18,1	22,2	18,3	23,1	18,5	25,2	16,6	19,5	19,9	20,3	20,0	15,7	17,9
2007T3	17,7	18,1	22,3	18,4	23,0	18,4	25,2	17,4	19,4	20,0	20,3	20,0	15,8	17,9
2007T4	17,9	18,0	22,5	18,6	23,0	18,6	25,0	16,8	20,3	19,7	20,4	20,2	15,9	18,2
2008T1	17,7	18,2	22,8	18,9	22,9	18,6	25,3	18,0	19,6	19,7	20,4	20,1	16,3	18,1
2008T2	18,1	18,2	22,8	19,2	23,1	18,4	25,5	18,7	20,4	19,8	20,7	20,4	16,4	18,3
2008T3	18,1	18,5	23,2	19,6	23,3	18,7	25,7	18,7	20,2	20,1	20,9	20,5	16,8	18,6
2008T4	18,7	19,0	24,3	20,3	23,8	18,9	26,2	19,4	20,6	20,7	21,5	21,1	16,9	19,0
2009T1	19,7	19,5	24,7	20,9	24,3	19,5	27,9	20,6	21,4	21,9	22,3	22,0	16,9	20,0
2009T2	19,8	19,8	24,7	21,2	24,7	20,2	28,7	19,6	21,5	21,7	22,5	22,2	17,2	19,7
2009T3	19,8	19,8	24,6	21,3	24,9	20,6	29,0	19,8	21,9	21,9	22,6	22,3	17,2	20,3
2009T4	19,6	19,9	24,8	21,1	25,0	22,3	29,1	20,0	21,1	21,7	22,4	22,1	17,0	20,2
2010T1	19,9	19,8	24,4	21,1	24,9	19,6	28,6	19,1	21,4	21,6	22,4	22,2	17,1	19,9
2010T2	19,4	19,7	24,3	21,3	24,9	17,4	28,4	18,7	21,3	22,2	22,3	22,0	17,0	20,1
2010T3	19,3	19,4	24,3	20,6	24,8	18,2	28,5	18,7	21,4	20,6	22,1	21,8	17,0	20,1
2010T4	19,2	19,2	24,3	20,2	24,8	17,6	28,4	19,8	20,8	21,3	22,0	21,7	16,9	20,2

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Extraído em 25.7.2011.

Notas: (1) ND: Não disponível; UE (27): União Europeia, 27 países; EA (16): Eurozona, 16 países.

(2) Valor percentual em relação ao PIB trimestral total, com ajuste sazonal.

Tabela 29. Evolução trimestral dos investimentos (FBCF) (% PIB), 2000-2010

Dados com ajuste sazonal

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal	UE (27)	EA (16)	EUA	Japão
2000T1	21,5	23,6	21,0	26,0	18,7	21,9	22,2	23,2	20,3	28,9	20,6	21,3	20,4	25,2
2000T2	21,4	24,0	21,2	25,8	18,7	21,6	22,1	23,5	20,5	27,4	20,5	21,3	20,3	25,0
2000T3	21,6	24,0	21,2	25,6	19,0	21,4	21,7	23,5	20,5	27,6	20,6	21,4	20,4	25,1
2000T4	21,4	24,0	21,0	25,9	19,1	21,5	21,7	22,4	20,2	27,1	20,6	21,4	20,2	25,4
2001T1	20,8	23,9	21,3	26,0	19,1	21,1	21,2	23,9	20,4	26,5	20,4	21,2	20,1	25,3
2001T2	20,2	23,4	20,7	25,9	18,9	21,8	21,3	22,9	20,4	27,3	20,3	21,0	19,8	24,8
2001T3	19,9	23,0	21,1	26,2	18,9	21,7	20,9	21,0	20,2	27,2	20,1	20,8	19,6	24,8
2001T4	19,3	22,8	20,2	25,9	18,6	22,0	21,0	21,4	20,3	27,1	19,8	20,5	19,2	23,7
2002T1	18,9	22,5	19,9	26,0	18,4	21,7	20,8	21,8	20,7	26,6	19,7	20,4	18,9	23,6
2002T2	18,4	22,0	18,8	26,0	18,3	22,2	20,3	21,8	20,3	26,1	19,5	20,1	18,6	23,3
2002T3	18,2	21,5	18,6	26,1	18,2	22,8	19,8	22,0	21,0	25,1	19,5	20,0	18,5	23,1
2002T4	17,9	21,5	19,1	26,9	18,0	23,2	19,0	20,6	21,6	24,9	19,6	20,1	18,4	23,1
2003T1	18,1	22,1	19,1	26,9	18,2	23,2	19,5	20,6	20,6	24,3	19,4	20,0	18,3	22,9
2003T2	18,0	22,3	19,1	27,1	18,3	23,3	19,4	21,4	20,5	23,5	19,4	20,1	18,5	22,8
2003T3	17,8	22,3	18,8	27,3	18,4	23,5	19,4	23,2	20,2	23,6	19,4	20,0	18,7	22,6
2003T4	17,7	22,2	18,5	27,4	18,4	23,2	19,5	24,3	20,4	23,4	19,5	20,1	18,8	23,0
2004T1	17,5	21,9	19,2	27,6	18,4	23,0	19,4	22,6	20,4	23,4	19,4	20,0	18,7	22,7
2004T2	17,3	21,7	19,8	27,8	18,6	22,3	18,8	24,6	20,4	23,4	19,5	20,1	19,1	22,7
2004T3	17,5	22,0	20,2	28,3	18,8	21,7	18,5	25,0	20,4	23,3	19,6	20,2	19,4	22,7
2004T4	17,4	22,3	19,9	28,5	18,9	21,1	18,7	25,2	20,5	23,2	19,6	20,2	19,5	22,8
2005T1	17,1	22,3	20,6	28,7	19,1	20,8	18,7	25,0	20,6	23,0	19,6	20,3	19,5	23,2
2005T2	17,2	22,0	21,2	29,2	19,2	20,0	19,0	27,6	20,7	23,1	19,8	20,5	19,9	23,3
2005T3	17,3	21,6	20,5	29,7	19,4	19,5	19,1	26,6	21,0	23,0	20,1	20,7	20,0	23,5
2005T4	17,8	21,3	20,1	29,9	19,6	19,6	18,8	27,5	20,7	23,0	20,1	20,8	20,1	23,3
2006T1	17,5	21,0	20,6	30,3	19,7	20,1	18,9	26,6	21,0	23,1	20,1	20,8	20,3	23,1
2006T2	18,3	21,1	20,9	30,5	19,9	20,5	19,3	26,1	21,0	22,8	20,5	21,2	20,3	23,5
2006T3	18,4	21,3	21,1	30,8	20,1	21,3	19,9	27,6	21,1	22,1	20,7	21,4	20,0	23,3
2006T4	18,7	21,4	21,3	30,8	20,4	21,7	20,5	28,2	21,5	21,6	21,0	21,7	19,8	23,6
2007T1	18,9	21,4	21,2	30,5	20,6	21,5	20,2	27,6	21,3	22,2	21,1	21,7	19,6	23,4
2007T2	18,6	21,4	21,5	30,8	20,8	21,4	19,6	25,5	21,0	21,9	21,0	21,6	19,5	23,0
2007T3	18,5	21,4	21,8	30,6	20,9	20,9	20,0	24,5	21,2	22,1	21,1	21,6	19,3	22,8
2007T4	19,0	21,5	22,3	30,9	21,3	20,0	20,2	24,4	21,2	22,7	21,4	21,9	19,0	22,6
2008T1	19,1	21,7	22,4	30,0	21,4	19,5	20,4	24,7	21,0	22,8	21,3	21,8	18,7	23,0
2008T2	18,7	22,1	22,4	29,6	21,6	19,0	20,7	22,0	20,9	23,0	21,2	21,7	18,6	23,3
2008T3	18,9	22,0	22,1	28,2	21,4	18,3	20,7	22,1	21,1	22,6	20,9	21,5	18,3	23,4
2008T4	19,0	21,8	22,3	26,9	20,7	19,5	20,2	18,4	20,1	21,5	20,4	20,9	17,7	22,5
2009T1	18,0	21,5	21,8	25,4	20,2	17,6	20,3	16,9	19,5	20,2	19,7	20,1	16,2	22,3
2009T2	17,6	21,2	21,7	24,1	19,8	17,3	19,9	16,7	19,0	20,1	19,0	19,6	15,8	21,2
2009T3	17,5	21,1	20,8	23,4	19,6	17,2	19,2	15,0	18,7	20,5	18,6	19,2	15,6	20,6
2009T4	17,4	20,8	20,7	23,0	19,4	16,5	18,4	14,1	19,0	18,8	18,4	19,0	15,3	20,5
2010T1	17,3	20,8	20,4	23,0	19,1	15,8	18,1	11,9	19,2	19,5	18,3	18,9	15,1	20,3
2010T2	18,0	20,8	20,3	22,8	19,3	14,9	18,6	13,3	19,5	19,2	18,5	19,2	15,6	20,7
2010T3	18,1	20,8	20,3	22,2	19,4	14,1	18,1	10,4	19,5	18,9	18,5	19,1	15,5	20,6
2010T4	18,1	20,9	20,1	21,8	19,4	13,8	18,0	10,6	19,5	18,4	18,4	19,0	15,6	20,6

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Extraído em 25.7.2011.

Notas: (1) ND: Não disponível; UE (27): União Europeia, 27 países; EA (16): Eurozona, 16 países.

(2) Valor percentual em relação ao PIB trimestral total, com ajuste sazonal.

(3) FBCF: Formação Bruta de Capital Fixo.

Tabela 30. Evolução trimestral do comércio exterior (% PIB), 2000-2010**Dados com ajuste sazonal**

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal	UE (27)	EA (16)	EUA	Japão
2000T1	62,6	88,2	148,1	59,3	53,9	61,3	130,2	172,1	51,2	69,7	68,4	69,8	25,3	19,7
2000T2	64,5	89,8	151,5	61,1	55,9	63,1	133,1	177,8	52,0	67,5	70,4	71,6	25,5	20,2
2000T3	66,9	91,7	156,0	61,3	57,4	63,7	134,4	183,9	54,5	68,4	72,3	73,7	26,3	20,7
2000T4	71,6	94,2	159,0	63,0	59,3	64,8	140,0	190,2	55,4	70,4	75,2	76,7	26,0	21,3
2001T1	68,5	95,7	157,4	62,1	57,7	64,3	133,4	191,0	53,5	68,7	73,3	74,4	25,5	21,1
2001T2	68,4	95,0	153,4	60,3	56,1	63,9	130,6	182,3	54,3	68,0	72,2	73,6	24,1	20,7
2001T3	67,5	93,9	150,9	59,2	55,2	58,6	127,5	179,4	52,4	65,6	70,5	72,1	22,9	20,3
2001T4	66,5	93,8	147,3	56,9	53,4	58,4	123,1	179,3	51,0	64,1	69,0	70,5	22,0	19,9
2002T1	65,7	94,3	147,4	57,3	53,7	55,1	121,6	183,2	50,5	63,6	68,8	70,0	22,1	20,7
2002T2	67,2	93,9	148,8	56,5	54,2	56,0	122,5	179,5	50,5	64,0	69,8	70,7	22,9	21,4
2002T3	67,1	92,9	148,1	56,3	53,5	55,9	121,3	164,6	50,1	63,7	69,1	70,1	23,1	21,1
2002T4	68,1	92,9	148,5	57,0	52,7	55,7	121,1	152,9	50,8	63,5	68,9	70,4	23,3	22,4
2003T1	68,4	93,0	146,2	55,8	52,2	54,0	121,8	150,8	50,2	63,3	69,1	69,9	23,2	22,5
2003T2	66,8	92,5	143,3	54,8	50,7	52,1	118,0	148,3	48,4	60,8	67,2	68,1	23,0	22,0
2003T3	66,9	93,5	141,4	54,8	50,2	51,0	118,5	152,0	47,9	62,3	67,2	67,9	23,0	22,4
2003T4	67,7	95,1	142,9	54,8	50,9	52,1	120,1	149,7	48,6	62,5	67,9	68,6	23,7	22,6
2004T1	69,0	96,8	143,3	55,6	50,7	54,0	119,3	150,0	48,3	63,2	68,3	69,1	24,3	23,4
2004T2	71,8	99,2	147,5	56,0	51,5	55,4	124,2	152,8	49,7	64,7	70,3	71,1	25,0	24,5
2004T3	72,3	101,0	149,9	55,9	51,9	54,9	127,3	153,4	50,3	64,4	70,9	71,9	25,1	25,1
2004T4	73,4	102,0	152,6	56,0	52,7	54,7	131,0	149,3	50,5	66,2	71,8	72,8	25,8	25,6
2005T1	73,5	102,6	153,5	55,8	52,2	53,8	126,5	147,6	50,5	63,1	71,3	72,5	25,9	25,3
2005T2	75,9	104,0	155,0	56,2	52,4	52,4	130,3	147,6	51,5	64,4	72,7	73,7	26,3	26,4
2005T3	78,0	105,3	155,9	57,2	53,7	54,9	132,1	153,4	52,7	65,7	74,5	75,4	26,3	27,9
2005T4	80,0	105,7	160,9	57,3	54,8	54,6	133,6	152,7	53,4	66,6	76,1	76,7	27,1	29,3
2006T1	82,9	106,7	163,0	58,6	55,4	55,1	137,3	148,2	55,9	69,9	78,8	78,8	27,3	30,2
2006T2	83,8	108,0	160,3	58,6	55,5	56,2	138,1	149,7	56,1	70,5	79,2	79,2	27,7	30,4
2006T3	85,3	109,1	160,8	58,8	54,8	55,4	137,2	145,5	56,4	71,6	78,2	79,5	28,0	31,6
2006T4	88,0	110,5	159,7	60,1	54,9	55,4	138,7	149,3	57,5	71,1	79,1	80,9	27,8	31,6
2007T1	86,3	111,6	159,8	60,4	54,6	55,2	138,9	148,7	58,3	70,6	79,0	80,7	28,1	32,3
2007T2	86,3	112,0	160,6	60,0	55,3	55,9	139,6	148,5	57,9	71,9	79,1	80,9	28,4	33,4
2007T3	86,9	112,8	164,2	60,9	55,6	57,9	139,4	156,4	58,3	73,1	80,0	81,6	28,8	34,0
2007T4	87,9	114,2	167,0	60,6	55,6	59,8	142,1	152,5	58,1	73,9	80,8	82,2	29,5	34,7
2008T1	89,0	114,7	170,4	61,6	56,9	58,9	146,1	155,8	59,7	76,0	83,0	83,8	30,6	34,9
2008T2	88,8	114,0	175,0	60,5	56,7	59,9	146,6	155,7	58,4	76,4	83,4	83,7	31,8	35,8
2008T3	90,7	112,4	176,5	58,5	57,1	59,4	147,3	158,0	59,4	77,6	83,8	84,4	31,9	38,6
2008T4	85,3	106,5	159,5	54,2	53,1	60,5	136,8	162,2	54,9	69,9	78,8	78,6	28,1	30,6
2009T1	78,5	98,7	143,9	49,2	48,8	47,5	129,3	167,5	48,4	61,3	72,7	71,8	24,3	23,1
2009T2	74,6	95,6	139,6	47,9	47,8	48,4	127,3	165,8	47,2	61,5	70,6	69,7	24,0	23,7
2009T3	76,2	96,3	141,6	48,6	48,2	49,3	131,1	163,3	47,8	65,6	71,9	71,2	25,3	26,1
2009T4	77,3	98,1	147,8	49,9	49,2	49,1	135,2	168,4	48,8	65,2	73,8	72,8	26,6	26,9
2010T1	81,6	100,9	153,7	53,3	50,9	49,6	143,4	174,0	52,1	64,8	76,6	76,1	27,7	28,2
2010T2	87,0	105,0	160,7	55,3	52,8	48,9	148,3	179,6	54,4	69,5	80,1	79,9	28,7	30,0
2010T3	88,5	107,4	160,8	54,2	54,2	49,3	149,1	186,5	56,2	70,1	81,2	81,0	28,8	29,4
2010T4	89,8	108,5	163,8	55,9	54,7	53,8	153,6	192,8	57,9	71,9	83,0	82,9	29,2	29,6

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Extraído em 25.7.2011.

Notas: (1) ND: Não disponível; UE (27): União Europeia, 27 países; EA (16): Eurozona, 16 países.

(2) Valor percentual em relação ao PIB trimestral total, com ajuste sazonal.

(3) Comércio exterior: exportações totais + importações totais.

ANEXO III

Apontamentos metodológicos estatísticos

III.1. CÁLCULO DOS VALORES TRIMESTRAIS PER CAPITA

Para a obtenção dos valores trimestrais per capita, empregados nas análises empíricas da Parte II deste trabalho, procedemos à coleta dos montantes do PIB e seus principais componentes (consumo privado, consumo do governo, investimentos, exportações e importações) expressos a preços constantes, com ajustes sazonais. Tais dados foram obtidos integralmente da base do Eurostat³⁵¹ que representa o instituto oficial de estatística da União Europeia, cuja missão é de fornecer estatísticas consolidadas, que permitam realizar comparações entre países e regiões participantes.

A série histórica do PIB e principais componentes compreende o período trimestral de 2000-2010. Deste modo, os dados iniciaram em 2000T1³⁵² para Áustria, Bélgica, Espanha, França, Grécia, Holanda, Irlanda, Itália e Portugal.

Em sequência, colhemos os dados de população do Eurostat para o período anual de 2000-2010. Considerando a disponibilidade anual dos dados, a série de valores trimestrais foi reconstruída por interpolação, admitindo a taxa de crescimento da população linear para cada trimestre. Portanto, os dados deram início em 2000T1 para todos os países. Em razão da indisponibilidade na ocasião da coleta, os dados trimestrais de 2010 foram valorados utilizando como estimativa a taxa de crescimento populacional do ano anterior.

Tendo-se obtido a série trimestral do PIB-componentes e reconstruído por interpolação a série trimestral da população, procedeu-se o cálculo dos valores per capita dividindo a primeira série pela segunda. Deste modo, os dados per capita computados do PIB - componentes deram início em 2000T1 para todos os dez países.

Passamos, em continuação, ao cálculo da série das variações trimestrais para todos os componentes do PIB, em termos per capita, lembrando que as

³⁵¹ <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics>.

³⁵² A simbologia 2000T1 equivale ao primeiro trimestre de 2000, 2000T2 ao segundo trimestre de 2000 e assim sucessivamente.

variações apontadas correspondem ao trimestre imediatamente anterior. Em definitiva, através deste simples procedimento metodológico foi possível preparar uma base consistente de dados trimestrais per capita a preços constantes, tanto em termos absolutos como em termos de variação percentual, para os países considerados no presente trabalho.

Reproduzimos a seguir, a relação de tabelas contendo para todos os componentes do PIB, os valores expressos em termos per capita e suas respectivas variações trimestrais, bem como a evolução trimestral dos índices de riqueza (IRF; IRV) utilizados, procedentes da OECD e Global Property Guide.

Tabela 31. Evolução trimestral do PIB per capita, 2000-2010
Dados com ajuste sazonal, 10 países da UE (valores em Euros)

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal
2000T1	6.224,8	6.418,8	6.092,4	3.877,5	5.889,0	3.161,2	6.522,3	6.702,9	5.168,7	3.093,8
2000T2	6.292,6	6.460,2	6.134,1	3.910,0	5.921,5	3.166,6	6.562,2	6.948,3	5.201,8	3.062,7
2000T3	6.288,2	6.502,8	6.167,9	3.927,4	5.943,4	3.150,7	6.583,1	7.009,5	5.253,3	3.126,4
2000T4	6.290,8	6.539,9	6.225,3	3.959,3	5.989,4	3.159,1	6.619,4	7.195,4	5.308,5	3.146,6
2001T1	6.353,5	6.535,4	6.196,3	3.990,6	6.005,5	3.257,5	6.640,5	7.229,8	5.343,2	3.124,1
2001T2	6.353,8	6.493,1	6.200,4	4.004,2	6.008,6	3.239,7	6.668,9	7.182,9	5.323,6	3.144,3
2001T3	6.340,3	6.469,4	6.168,1	4.028,9	6.009,3	3.291,9	6.653,7	7.164,8	5.310,3	3.142,7
2001T4	6.351,8	6.492,3	6.151,9	4.042,6	5.971,6	3.341,5	6.646,2	7.176,5	5.307,5	3.181,8
2002T1	6.322,5	6.543,0	6.204,4	4.048,3	5.998,2	3.340,0	6.597,7	7.367,9	5.320,6	3.176,9
2002T2	6.333,8	6.571,4	6.228,2	4.065,3	6.015,9	3.368,8	6.626,9	7.401,1	5.335,5	3.174,1
2002T3	6.357,0	6.571,5	6.252,3	4.073,1	6.025,6	3.406,3	6.622,1	7.573,8	5.334,4	3.133,6
2002T4	6.343,9	6.572,9	6.255,7	4.087,3	6.007,1	3.420,5	6.607,5	7.590,4	5.337,1	3.106,6
2003T1	6.304,5	6.571,6	6.240,7	4.107,4	6.005,8	3.547,1	6.610,4	7.528,8	5.317,5	3.106,9
2003T2	6.294,6	6.569,9	6.238,8	4.117,8	5.993,5	3.554,7	6.590,0	7.622,5	5.283,2	3.092,5
2003T3	6.326,6	6.582,9	6.257,1	4.127,1	6.030,0	3.575,6	6.590,3	7.591,2	5.288,0	3.093,5
2003T4	6.354,2	6.611,2	6.292,8	4.148,4	6.060,0	3.615,4	6.619,3	7.935,7	5.295,8	3.092,3
2004T1	6.366,2	6.652,8	6.372,0	4.160,3	6.079,3	3.673,9	6.678,6	7.864,5	5.313,4	3.122,5
2004T2	6.371,7	6.699,0	6.402,1	4.176,8	6.108,5	3.711,4	6.706,1	7.828,3	5.319,3	3.144,8
2004T3	6.363,0	6.737,3	6.457,2	4.208,1	6.126,3	3.721,8	6.726,0	7.844,4	5.324,9	3.124,9
2004T4	6.369,8	6.747,1	6.457,2	4.220,1	6.162,5	3.759,8	6.736,6	7.971,2	5.303,0	3.111,1
2005T1	6.370,1	6.774,1	6.464,6	4.239,3	6.157,6	3.731,5	6.746,5	8.009,1	5.289,9	3.127,9
2005T2	6.410,1	6.834,4	6.498,2	4.261,4	6.173,5	3.754,6	6.825,6	8.184,2	5.314,6	3.162,2
2005T3	6.455,7	6.876,7	6.536,7	4.281,0	6.206,2	3.805,4	6.881,9	8.088,3	5.321,9	3.123,2
2005T4	6.480,7	6.920,2	6.569,1	4.307,5	6.244,5	3.856,4	6.910,4	8.198,9	5.333,1	3.125,8
2006T1	6.536,2	6.965,3	6.601,5	4.333,2	6.275,6	3.894,9	6.968,0	8.352,7	5.360,7	3.158,1
2006T2	6.640,6	7.006,9	6.610,3	4.359,0	6.328,9	3.962,4	7.072,0	8.341,3	5.384,5	3.167,6
2006T3	6.700,7	7.070,8	6.663,5	4.384,3	6.325,1	3.999,3	7.087,8	8.396,5	5.397,7	3.162,6
2006T4	6.783,9	7.163,1	6.720,7	4.409,3	6.357,0	4.011,0	7.136,0	8.306,2	5.445,4	3.187,7
2007T1	6.806,7	7.242,0	6.776,1	4.430,8	6.379,2	4.090,0	7.229,9	8.700,0	5.445,6	3.232,7
2007T2	6.833,1	7.266,2	6.781,8	4.445,8	6.405,3	4.112,0	7.269,9	8.522,2	5.439,0	3.230,4
2007T3	6.886,5	7.273,9	6.791,6	4.461,2	6.423,4	4.139,4	7.357,9	8.433,6	5.439,4	3.226,1
2007T4	6.914,9	7.345,0	6.792,2	4.469,5	6.423,9	4.139,1	7.452,5	8.677,7	5.406,1	3.258,3
2008T1	6.995,8	7.449,7	6.830,8	4.471,1	6.438,2	4.139,5	7.487,8	8.423,9	5.417,0	3.255,5
2008T2	6.956,5	7.466,4	6.853,9	4.455,9	6.385,8	4.156,8	7.451,6	8.233,9	5.372,0	3.249,5
2008T3	6.933,4	7.388,7	6.809,6	4.407,1	6.355,7	4.163,0	7.436,1	8.210,6	5.302,1	3.232,8
2008T4	6.795,9	7.262,7	6.649,6	4.346,7	6.253,4	4.124,9	7.343,0	7.886,1	5.184,7	3.190,0
2009T1	6.548,2	7.130,0	6.524,5	4.264,6	6.150,0	4.075,6	7.173,6	7.633,5	5.020,8	3.127,2
2009T2	6.588,1	7.076,5	6.520,8	4.216,1	6.146,4	4.029,8	7.082,7	7.594,5	4.999,0	3.148,9
2009T3	6.641,9	7.110,3	6.575,3	4.201,6	6.150,7	4.001,3	7.122,9	7.540,9	5.010,8	3.164,1
2009T4	6.678,7	7.139,1	6.590,7	4.191,0	6.178,2	4.023,8	7.144,7	7.436,8	5.004,1	3.151,8
2010T1	6.717,0	7.149,9	6.582,4	4.191,1	6.181,0	3.943,9	7.173,0	7.520,4	5.028,6	3.179,2
2010T2	6.863,0	7.199,8	6.640,8	4.201,0	6.203,1	3.889,4	7.211,5	7.506,0	5.046,9	3.190,0
2010T3	6.920,8	7.282,1	6.653,2	4.196,3	6.218,4	3.822,4	7.204,4	7.520,3	5.054,9	3.199,1
2010T4	6.950,3	7.350,7	6.672,2	4.201,6	6.231,0	3.711,7	7.242,9	7.407,3	5.055,2	3.178,7

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Dados calculados em 25.7.2011.

Notas: (1) Valores em Euros expressos a preços constantes, ano 2000 de referência.

(2) Valores expressos com ajuste sazonal.

Tabela 32. Evolução trimestral do PIB per capita (%), 2000-2010
(T/T-1), dados com ajuste sazonal

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal
2000T1										
2000T2	1,1	0,6	0,7	0,8	0,6	0,2	0,6	3,7	0,6	-1,0
2000T3	-0,1	0,7	0,6	0,4	0,4	-0,5	0,3	0,9	1,0	2,1
2000T4	0,0	0,6	0,9	0,8	0,8	0,3	0,6	2,7	1,1	0,6
2001T1	1,0	-0,1	-0,5	0,8	0,3	3,1	0,3	0,5	0,7	-0,7
2001T2	0,0	-0,6	0,1	0,3	0,1	-0,5	0,4	-0,6	-0,4	0,6
2001T3	-0,2	-0,4	-0,5	0,6	0,0	1,6	-0,2	-0,3	-0,3	-0,1
2001T4	0,2	0,4	-0,3	0,3	-0,6	1,5	-0,1	0,2	-0,1	1,2
2002T1	-0,5	0,8	0,9	0,1	0,4	0,0	-0,7	2,7	0,2	-0,2
2002T2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,3	0,9	0,4	0,5	0,3	-0,1
2002T3	0,4	0,0	0,4	0,2	0,2	1,1	-0,1	2,3	0,0	-1,3
2002T4	-0,2	0,0	0,1	0,4	-0,3	0,4	-0,2	0,2	0,1	-0,9
2003T1	-0,6	0,0	-0,2	0,5	0,0	3,7	0,0	-0,8	-0,4	0,0
2003T2	-0,2	0,0	0,0	0,3	-0,2	0,2	-0,3	1,2	-0,6	-0,5
2003T3	0,5	0,2	0,3	0,2	0,6	0,6	0,0	-0,4	0,1	0,0
2003T4	0,4	0,4	0,6	0,5	0,5	1,1	0,4	4,5	0,1	0,0
2004T1	0,2	0,6	1,3	0,3	0,3	1,6	0,9	-0,9	0,3	1,0
2004T2	0,1	0,7	0,5	0,4	0,5	1,0	0,4	-0,5	0,1	0,7
2004T3	-0,1	0,6	0,9	0,7	0,3	0,3	0,3	0,2	0,1	-0,6
2004T4	0,1	0,1	0,0	0,3	0,6	1,0	0,2	1,6	-0,4	-0,4
2005T1	0,0	0,4	0,1	0,5	-0,1	-0,8	0,1	0,5	-0,2	0,5
2005T2	0,6	0,9	0,5	0,5	0,3	0,6	1,2	2,2	0,5	1,1
2005T3	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	1,4	0,8	-1,2	0,1	-1,2
2005T4	0,4	0,6	0,5	0,6	0,6	1,3	0,4	1,4	0,2	0,1
2006T1	0,9	0,7	0,5	0,6	0,5	1,0	0,8	1,9	0,5	1,0
2006T2	1,6	0,6	0,1	0,6	0,8	1,7	1,5	-0,1	0,4	0,3
2006T3	0,9	0,9	0,8	0,6	-0,1	0,9	0,2	0,7	0,2	-0,2
2006T4	1,2	1,3	0,9	0,6	0,5	0,3	0,7	-1,1	0,9	0,8
2007T1	0,3	1,1	0,8	0,5	0,3	2,0	1,3	4,7	0,0	1,4
2007T2	0,4	0,3	0,1	0,3	0,4	0,5	0,6	-2,0	-0,1	-0,1
2007T3	0,8	0,1	0,1	0,3	0,3	0,7	1,2	-1,0	0,0	-0,1
2007T4	0,4	1,0	0,0	0,2	0,0	0,0	1,3	2,9	-0,6	1,0
2008T1	1,2	1,4	0,6	0,0	0,2	0,0	0,5	-2,9	0,2	-0,1
2008T2	-0,6	0,2	0,3	-0,3	-0,8	0,4	-0,5	-2,3	-0,8	-0,2
2008T3	-0,3	-1,0	-0,6	-1,1	-0,5	0,1	-0,2	-0,3	-1,3	-0,5
2008T4	-2,0	-1,7	-2,3	-1,4	-1,6	-0,9	-1,3	-4,0	-2,2	-1,3
2009T1	-3,6	-1,8	-1,9	-1,9	-1,7	-1,2	-2,3	-3,2	-3,2	-2,0
2009T2	0,6	-0,8	-0,1	-1,1	-0,1	-1,1	-1,3	-0,5	-0,4	0,7
2009T3	0,8	0,5	0,8	-0,3	0,1	-0,7	0,6	-0,7	0,2	0,5
2009T4	0,6	0,4	0,2	-0,3	0,4	0,6	0,3	-1,4	-0,1	-0,4
2010T1	0,6	0,2	-0,1	0,0	0,0	-2,0	0,4	1,1	0,5	0,9
2010T2	2,2	0,7	0,9	0,2	0,4	-1,4	0,5	-0,2	0,4	0,3
2010T3	0,8	1,1	0,2	-0,1	0,2	-1,7	-0,1	0,2	0,2	0,3
2010T4	0,4	0,9	0,3	0,1	0,2	-2,9	0,5	-1,5	0,0	-0,6

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Dados calculados em 25.7.2011.

Nota: (1) (T/T-1) Variação percentual per capita em relação ao trimestre anterior, com ajuste sazonal.

Tabela 33. Evolução trimestral do consumo privado per capita, 2000-2010
Dados com ajuste sazonal, 10 países da UE (valores em Euros)

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal
2000T1	3.657,0	3.524,0	3.249,6	2.325,9	3.322,3	2.255,9	3.312,4	3.336,2	3.111,1	1.982,6
2000T2	3.712,8	3.540,8	3.267,5	2.329,9	3.337,6	2.277,6	3.296,4	3.399,0	3.126,5	1.966,1
2000T3	3.707,7	3.555,1	3.295,3	2.341,1	3.341,0	2.298,0	3.318,7	3.388,5	3.138,1	1.984,9
2000T4	3.695,9	3.567,4	3.314,2	2.354,0	3.343,9	2.314,5	3.323,4	3.425,9	3.157,4	1.991,2
2001T1	3.743,9	3.576,2	3.312,5	2.382,6	3.371,8	2.361,7	3.333,1	3.440,9	3.174,7	1.990,8
2001T2	3.768,4	3.577,6	3.326,5	2.388,0	3.396,0	2.380,2	3.344,6	3.495,6	3.154,8	1.993,5
2001T3	3.777,4	3.578,0	3.312,0	2.391,6	3.395,7	2.400,8	3.350,3	3.471,3	3.146,3	1.987,0
2001T4	3.745,5	3.581,3	3.306,0	2.402,3	3.388,4	2.430,3	3.362,8	3.550,3	3.139,9	2.001,9
2002T1	3.708,8	3.587,1	3.313,7	2.412,9	3.403,1	2.467,6	3.353,3	3.523,7	3.147,7	2.011,8
2002T2	3.717,7	3.594,7	3.315,0	2.422,9	3.419,0	2.495,7	3.351,8	3.526,7	3.132,2	2.011,0
2002T3	3.733,1	3.602,9	3.311,5	2.425,4	3.446,9	2.510,4	3.356,9	3.599,5	3.156,3	2.008,0
2002T4	3.731,7	3.611,2	3.323,7	2.434,0	3.447,8	2.519,2	3.363,8	3.584,8	3.172,6	1.989,9
2003T1	3.718,8	3.619,2	3.311,4	2.430,7	3.448,9	2.555,8	3.350,0	3.582,9	3.167,3	1.979,3
2003T2	3.730,3	3.627,7	3.319,8	2.430,3	3.454,5	2.566,1	3.336,7	3.597,3	3.152,5	1.975,0
2003T3	3.730,7	3.637,7	3.319,0	2.465,1	3.478,1	2.568,5	3.321,7	3.607,3	3.173,0	1.990,5
2003T4	3.719,7	3.649,3	3.343,7	2.488,0	3.477,6	2.595,5	3.327,5	3.627,7	3.146,1	2.000,5
2004T1	3.717,5	3.662,1	3.351,7	2.488,4	3.472,9	2.618,6	3.371,6	3.636,0	3.165,5	2.013,1
2004T2	3.708,3	3.671,7	3.344,2	2.509,9	3.487,3	2.646,8	3.349,6	3.657,4	3.147,8	2.024,2
2004T3	3.705,3	3.679,7	3.356,9	2.526,0	3.485,5	2.673,9	3.347,7	3.691,9	3.142,5	2.033,1
2004T4	3.744,7	3.689,3	3.376,8	2.538,9	3.526,5	2.705,1	3.349,1	3.684,2	3.157,7	2.038,2
2005T1	3.729,4	3.702,1	3.369,9	2.554,8	3.532,4	2.727,0	3.354,6	3.765,4	3.141,7	2.043,0
2005T2	3.726,8	3.718,6	3.373,6	2.573,4	3.546,6	2.753,7	3.372,9	3.803,4	3.163,9	2.067,1
2005T3	3.750,7	3.735,8	3.383,1	2.591,9	3.561,7	2.781,5	3.395,4	3.894,9	3.179,2	2.037,5
2005T4	3.738,5	3.750,5	3.399,7	2.599,4	3.579,8	2.816,5	3.396,2	3.861,2	3.172,0	2.057,8
2006T1	3.765,5	3.760,2	3.411,0	2.617,9	3.605,8	2.860,4	3.342,7	3.950,1	3.180,5	2.069,9
2006T2	3.776,1	3.770,0	3.414,9	2.623,5	3.620,4	2.892,7	3.374,7	3.989,7	3.183,4	2.077,0
2006T3	3.791,2	3.778,9	3.423,5	2.641,4	3.625,0	2.922,1	3.374,7	3.973,9	3.190,5	2.086,1
2006T4	3.846,1	3.785,9	3.432,8	2.655,8	3.627,7	2.935,8	3.358,2	4.033,6	3.190,6	2.092,4
2007T1	3.767,3	3.789,8	3.443,1	2.669,7	3.641,5	2.943,9	3.386,1	4.108,7	3.209,0	2.109,2
2007T2	3.790,2	3.790,4	3.450,2	2.683,9	3.666,1	2.963,2	3.397,9	4.145,4	3.201,2	2.122,6
2007T3	3.813,1	3.790,8	3.456,6	2.684,9	3.685,4	2.980,2	3.427,1	4.153,8	3.202,7	2.133,5
2007T4	3.800,9	3.792,4	3.458,6	2.702,7	3.695,7	3.000,6	3.448,1	4.164,3	3.180,5	2.150,1
2008T1	3.831,2	3.793,9	3.477,1	2.680,5	3.680,3	3.043,7	3.448,0	4.121,0	3.194,8	2.150,2
2008T2	3.804,9	3.795,3	3.483,4	2.660,3	3.661,8	3.064,3	3.458,0	4.009,0	3.152,8	2.146,2
2008T3	3.830,7	3.799,0	3.480,9	2.606,2	3.644,8	3.063,4	3.445,7	4.016,2	3.148,8	2.169,0
2008T4	3.821,3	3.805,2	3.447,5	2.562,1	3.644,5	3.050,5	3.435,0	3.932,6	3.099,4	2.150,0
2009T1	3.833,1	3.813,8	3.422,5	2.519,4	3.636,6	3.013,2	3.383,6	3.728,2	3.069,5	2.104,9
2009T2	3.855,1	3.826,1	3.427,2	2.492,0	3.640,5	2.980,0	3.338,2	3.719,9	3.063,4	2.110,4
2009T3	3.816,7	3.836,0	3.449,0	2.480,6	3.639,7	2.972,9	3.327,1	3.679,4	3.078,3	2.140,2
2009T4	3.810,1	3.843,4	3.454,3	2.482,4	3.665,9	2.992,2	3.313,4	3.650,9	3.078,2	2.155,5
2010T1	3.816,8	3.850,6	3.451,7	2.502,5	3.666,1	3.015,9	3.352,9	3.665,7	3.082,2	2.164,1
2010T2	3.846,2	3.857,8	3.458,4	2.536,5	3.665,9	2.813,8	3.328,6	3.661,8	3.079,8	2.174,2
2010T3	3.861,9	3.864,5	3.468,9	2.509,7	3.679,3	2.789,1	3.326,4	3.659,2	3.089,4	2.181,7
2010T4	3.888,8	3.870,1	3.483,3	2.513,8	3.689,8	2.741,1	3.335,1	3.623,1	3.095,2	2.177,6

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Dados calculados em 25.7.2011.

Notas: (1) Valores em Euros expressos a preços constantes, ano 2000 de referência.

(2) Valores expressos com ajuste sazonal.

**Tabela 34. Evolução trimestral do consumo privado per capita (%), 2000-2010
(T/T-1), dados com ajuste sazonal**

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal
2000T1										
2000T2	1,5	0,5	0,6	0,2	0,5	1,0	-0,5	1,9	0,5	-0,8
2000T3	-0,1	0,4	0,9	0,5	0,1	0,9	0,7	-0,3	0,4	1,0
2000T4	-0,3	0,3	0,6	0,5	0,1	0,7	0,1	1,1	0,6	0,3
2001T1	1,3	0,2	-0,1	1,2	0,8	2,0	0,3	0,4	0,5	0,0
2001T2	0,7	0,0	0,4	0,2	0,7	0,8	0,3	1,6	-0,6	0,1
2001T3	0,2	0,0	-0,4	0,1	0,0	0,9	0,2	-0,7	-0,3	-0,3
2001T4	-0,8	0,1	-0,2	0,4	-0,2	1,2	0,4	2,3	-0,2	0,7
2002T1	-1,0	0,2	0,2	0,4	0,4	1,5	-0,3	-0,8	0,2	0,5
2002T2	0,2	0,2	0,0	0,4	0,5	1,1	0,0	0,1	-0,5	0,0
2002T3	0,4	0,2	-0,1	0,1	0,8	0,6	0,2	2,1	0,8	-0,2
2002T4	0,0	0,2	0,4	0,4	0,0	0,3	0,2	-0,4	0,5	-0,9
2003T1	-0,3	0,2	-0,4	-0,1	0,0	1,5	-0,4	-0,1	-0,2	-0,5
2003T2	0,3	0,2	0,3	0,0	0,2	0,4	-0,4	0,4	-0,5	-0,2
2003T3	0,0	0,3	0,0	1,4	0,7	0,1	-0,4	0,3	0,7	0,8
2003T4	-0,3	0,3	0,7	0,9	0,0	1,0	0,2	0,6	-0,8	0,5
2004T1	-0,1	0,4	0,2	0,0	-0,1	0,9	1,3	0,2	0,6	0,6
2004T2	-0,2	0,3	-0,2	0,9	0,4	1,1	-0,7	0,6	-0,6	0,6
2004T3	-0,1	0,2	0,4	0,6	-0,1	1,0	-0,1	0,9	-0,2	0,4
2004T4	1,1	0,3	0,6	0,5	1,2	1,2	0,0	-0,2	0,5	0,2
2005T1	-0,4	0,3	-0,2	0,6	0,2	0,8	0,2	2,2	-0,5	0,2
2005T2	-0,1	0,4	0,1	0,7	0,4	1,0	0,5	1,0	0,7	1,2
2005T3	0,6	0,5	0,3	0,7	0,4	1,0	0,7	2,4	0,5	-1,4
2005T4	-0,3	0,4	0,5	0,3	0,5	1,3	0,0	-0,9	-0,2	1,0
2006T1	0,7	0,3	0,3	0,7	0,7	1,6	-1,6	2,3	0,3	0,6
2006T2	0,3	0,3	0,1	0,2	0,4	1,1	1,0	1,0	0,1	0,3
2006T3	0,4	0,2	0,3	0,7	0,1	1,0	0,0	-0,4	0,2	0,4
2006T4	1,4	0,2	0,3	0,5	0,1	0,5	-0,5	1,5	0,0	0,3
2007T1	-2,0	0,1	0,3	0,5	0,4	0,3	0,8	1,9	0,6	0,8
2007T2	0,6	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,3	0,9	-0,2	0,6
2007T3	0,6	0,0	0,2	0,0	0,5	0,6	0,9	0,2	0,0	0,5
2007T4	-0,3	0,0	0,1	0,7	0,3	0,7	0,6	0,3	-0,7	0,8
2008T1	0,8	0,0	0,5	-0,8	-0,4	1,4	0,0	-1,0	0,4	0,0
2008T2	-0,7	0,0	0,2	-0,8	-0,5	0,7	0,3	-2,7	-1,3	-0,2
2008T3	0,7	0,1	-0,1	-2,0	-0,5	0,0	-0,4	0,2	-0,1	1,1
2008T4	-0,2	0,2	-1,0	-1,7	0,0	-0,4	-0,3	-2,1	-1,6	-0,9
2009T1	0,3	0,2	-0,7	-1,7	-0,2	-1,2	-1,5	-5,2	-1,0	-2,1
2009T2	0,6	0,3	0,1	-1,1	0,1	-1,1	-1,3	-0,2	-0,2	0,3
2009T3	-1,0	0,3	0,6	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-1,1	0,5	1,4
2009T4	-0,2	0,2	0,2	0,1	0,7	0,7	-0,4	-0,8	0,0	0,7
2010T1	0,2	0,2	-0,1	0,8	0,0	0,8	1,2	0,4	0,1	0,4
2010T2	0,8	0,2	0,2	1,4	0,0	-6,7	-0,7	-0,1	-0,1	0,5
2010T3	0,4	0,2	0,3	-1,1	0,4	-0,9	-0,1	-0,1	0,3	0,3
2010T4	0,7	0,1	0,4	0,2	0,3	-1,7	0,3	-1,0	0,2	-0,2

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Dados calculados em 25.7.2011.

Nota: (1) (T/T-1) Variação percentual per capita em relação trim. anterior, com ajuste sazonal.

Tabela 35. Evolução trimestral dos investimentos (FBCF) per capita, 2000-2010
Dados com ajuste sazonal, 10 países da UE (valores em Euros)

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal
2000T1	1.346,3	1.516,8	1.272,9	1.015,9	1.104,1	690,4	1.447,5	1.585,0	1.048,9	892,1
2000T2	1.341,5	1.549,5	1.296,2	1.013,9	1.111,9	680,7	1.443,9	1.651,9	1.066,7	842,9
2000T3	1.353,7	1.563,1	1.309,5	1.005,4	1.128,9	674,7	1.430,9	1.653,4	1.076,8	863,0
2000T4	1.340,8	1.572,3	1.313,3	1.013,7	1.142,1	685,2	1.438,3	1.552,5	1.071,5	850,7
2001T1	1.336,4	1.566,5	1.320,9	1.041,8	1.147,3	700,2	1.438,2	1.685,8	1.091,2	829,2
2001T2	1.306,3	1.533,2	1.304,2	1.042,4	1.140,6	694,8	1.444,9	1.614,7	1.096,9	865,1
2001T3	1.282,6	1.500,7	1.326,8	1.059,6	1.138,4	710,1	1.415,5	1.513,9	1.081,0	868,2
2001T4	1.266,3	1.491,1	1.279,1	1.052,5	1.122,6	749,7	1.427,8	1.534,7	1.092,8	885,4
2002T1	1.240,5	1.486,0	1.282,8	1.059,1	1.115,9	723,4	1.400,6	1.613,5	1.110,9	862,6
2002T2	1.211,3	1.464,4	1.225,2	1.057,9	1.108,1	778,5	1.378,2	1.578,0	1.093,1	843,0
2002T3	1.209,4	1.434,2	1.218,8	1.066,7	1.107,0	797,5	1.355,3	1.645,6	1.137,4	809,8
2002T4	1.202,3	1.439,5	1.247,4	1.094,9	1.100,3	815,1	1.295,8	1.566,7	1.172,1	799,6
2003T1	1.209,1	1.481,9	1.250,0	1.097,6	1.109,9	837,4	1.331,0	1.540,7	1.114,0	772,3
2003T2	1.209,8	1.498,2	1.247,4	1.108,2	1.116,5	860,4	1.327,2	1.602,8	1.107,8	759,6
2003T3	1.213,8	1.500,1	1.238,0	1.121,7	1.132,8	890,4	1.324,9	1.716,5	1.107,6	768,0
2003T4	1.212,6	1.504,7	1.221,7	1.126,7	1.138,6	883,6	1.336,6	1.849,6	1.110,1	758,2
2004T1	1.201,0	1.491,6	1.287,7	1.132,5	1.135,5	896,3	1.329,7	1.691,0	1.123,1	765,9
2004T2	1.190,5	1.491,3	1.321,5	1.143,9	1.144,1	879,1	1.297,1	1.829,2	1.119,1	759,6
2004T3	1.198,8	1.518,9	1.362,6	1.161,9	1.154,0	847,7	1.281,6	1.840,5	1.110,6	758,7
2004T4	1.193,4	1.542,8	1.333,3	1.166,1	1.168,1	849,5	1.308,7	1.865,0	1.108,7	755,3
2005T1	1.177,4	1.550,8	1.397,2	1.186,0	1.175,6	836,8	1.317,6	1.880,2	1.104,3	753,4
2005T2	1.195,3	1.545,1	1.448,9	1.206,8	1.186,8	813,2	1.349,6	2.136,8	1.122,4	763,2
2005T3	1.212,4	1.531,3	1.412,6	1.220,5	1.202,0	789,1	1.374,7	2.008,9	1.135,0	746,4
2005T4	1.252,7	1.517,2	1.387,1	1.234,8	1.212,1	801,3	1.354,9	2.100,3	1.124,8	748,6
2006T1	1.240,2	1.511,9	1.423,1	1.254,6	1.211,1	853,9	1.380,0	2.046,4	1.135,6	753,1
2006T2	1.320,9	1.529,2	1.435,2	1.269,2	1.232,3	884,0	1.424,1	1.970,5	1.148,3	746,5
2006T3	1.329,2	1.553,2	1.448,7	1.290,0	1.237,2	917,1	1.464,5	2.119,0	1.147,3	733,4
2006T4	1.373,5	1.573,8	1.456,7	1.298,4	1.265,1	913,2	1.522,3	2.147,6	1.171,7	728,7
2007T1	1.379,4	1.584,4	1.485,9	1.298,5	1.282,4	945,0	1.518,7	2.234,5	1.167,1	753,7
2007T2	1.362,5	1.583,0	1.508,9	1.315,5	1.294,6	967,2	1.486,9	2.062,7	1.151,1	746,5
2007T3	1.371,2	1.586,4	1.523,7	1.314,2	1.307,7	954,9	1.532,8	1.941,9	1.160,5	750,9
2007T4	1.415,9	1.605,0	1.548,3	1.325,6	1.325,4	882,8	1.560,4	2.027,0	1.153,8	781,0
2008T1	1.438,9	1.643,6	1.555,8	1.292,9	1.333,5	873,5	1.600,2	2.047,5	1.142,1	771,8
2008T2	1.399,4	1.660,1	1.557,0	1.273,0	1.312,5	872,5	1.616,1	1.838,7	1.135,6	766,2
2008T3	1.406,1	1.629,3	1.528,9	1.210,4	1.290,8	847,4	1.594,7	1.855,0	1.107,6	751,3
2008T4	1.391,8	1.577,6	1.507,9	1.150,0	1.251,3	861,5	1.537,8	1.542,8	1.037,4	729,1
2009T1	1.274,7	1.522,3	1.462,0	1.082,4	1.205,9	780,5	1.495,1	1.365,1	988,9	671,7
2009T2	1.262,5	1.492,6	1.469,3	1.034,0	1.180,9	757,9	1.436,2	1.379,2	964,1	674,6
2009T3	1.273,8	1.489,3	1.430,3	1.004,0	1.164,0	770,1	1.393,0	1.247,4	955,0	687,7
2009T4	1.275,9	1.475,3	1.433,0	983,2	1.156,4	747,4	1.348,0	1.162,2	961,6	641,6
2010T1	1.282,3	1.456,9	1.404,7	965,1	1.141,3	712,1	1.325,9	965,8	974,4	654,5
2010T2	1.354,9	1.462,9	1.417,0	961,4	1.151,6	643,2	1.375,7	1.139,7	988,6	637,5
2010T3	1.376,7	1.485,2	1.420,1	934,0	1.160,4	602,4	1.343,0	886,0	993,6	635,6
2010T4	1.376,3	1.503,9	1.421,5	919,6	1.164,8	583,5	1.350,0	868,4	984,1	615,5

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Dados calculados em 25.7.2011.

Notas: (1) Valores em Euros expressos a preços constantes, ano 2000 de referência.

(2) Valores expressos com ajuste sazonal.

**Tabela 36. Evolução trimestral dos investimentos (FBCF) per capita (%), 2000-2010
(T/T-1), dados com ajuste sazonal**

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal
2000T1										
2000T2	-0,4	2,2	1,8	-0,2	0,7	-1,4	-0,3	4,2	1,7	-5,5
2000T3	0,9	0,9	1,0	-0,8	1,5	-0,9	-0,9	0,1	0,9	2,4
2000T4	-1,0	0,6	0,3	0,8	1,2	1,6	0,5	-6,1	-0,5	-1,4
2001T1	-0,3	-0,4	0,6	2,8	0,5	2,2	0,0	8,6	1,8	-2,5
2001T2	-2,3	-2,1	-1,3	0,1	-0,6	-0,8	0,5	-4,2	0,5	4,3
2001T3	-1,8	-2,1	1,7	1,6	-0,2	2,2	-2,0	-6,2	-1,5	0,4
2001T4	-1,3	-0,6	-3,6	-0,7	-1,4	5,6	0,9	1,4	1,1	2,0
2002T1	-2,0	-0,3	0,3	0,6	-0,6	-3,5	-1,9	5,1	1,7	-2,6
2002T2	-2,4	-1,4	-4,5	-0,1	-0,7	7,6	-1,6	-2,2	-1,6	-2,3
2002T3	-0,2	-2,1	-0,5	0,8	-0,1	2,4	-1,7	4,3	4,1	-3,9
2002T4	-0,6	0,4	2,4	2,6	-0,6	2,2	-4,4	-4,8	3,1	-1,3
2003T1	0,6	2,9	0,2	0,2	0,9	2,7	2,7	-1,7	-5,0	-3,4
2003T2	0,1	1,1	-0,2	1,0	0,6	2,7	-0,3	4,0	-0,6	-1,6
2003T3	0,3	0,1	-0,8	1,2	1,5	3,5	-0,2	7,1	0,0	1,1
2003T4	-0,1	0,3	-1,3	0,4	0,5	-0,8	0,9	7,7	0,2	-1,3
2004T1	-1,0	-0,9	5,4	0,5	-0,3	1,4	-0,5	-8,6	1,2	1,0
2004T2	-0,9	0,0	2,6	1,0	0,8	-1,9	-2,5	8,2	-0,4	-0,8
2004T3	0,7	1,9	3,1	1,6	0,9	-3,6	-1,2	0,6	-0,8	-0,1
2004T4	-0,4	1,6	-2,2	0,4	1,2	0,2	2,1	1,3	-0,2	-0,5
2005T1	-1,3	0,5	4,8	1,7	0,6	-1,5	0,7	0,8	-0,4	-0,3
2005T2	1,5	-0,4	3,7	1,7	1,0	-2,8	2,4	13,6	1,6	1,3
2005T3	1,4	-0,9	-2,5	1,1	1,3	-3,0	1,9	-6,0	1,1	-2,2
2005T4	3,3	-0,9	-1,8	1,2	0,8	1,6	-1,4	4,5	-0,9	0,3
2006T1	-1,0	-0,3	2,6	1,6	-0,1	6,6	1,9	-2,6	1,0	0,6
2006T2	6,5	1,1	0,9	1,2	1,8	3,5	3,2	-3,7	1,1	-0,9
2006T3	0,6	1,6	0,9	1,6	0,4	3,7	2,8	7,5	-0,1	-1,8
2006T4	3,3	1,3	0,5	0,6	2,3	-0,4	3,9	1,4	2,1	-0,6
2007T1	0,4	0,7	2,0	0,0	1,4	3,5	-0,2	4,0	-0,4	3,4
2007T2	-1,2	-0,1	1,5	1,3	0,9	2,4	-2,1	-7,7	-1,4	-1,0
2007T3	0,6	0,2	1,0	-0,1	1,0	-1,3	3,1	-5,9	0,8	0,6
2007T4	3,3	1,2	1,6	0,9	1,4	-7,6	1,8	4,4	-0,6	4,0
2008T1	1,6	2,4	0,5	-2,5	0,6	-1,0	2,5	1,0	-1,0	-1,2
2008T2	-2,8	1,0	0,1	-1,5	-1,6	-0,1	1,0	-10,2	-0,6	-0,7
2008T3	0,5	-1,9	-1,8	-4,9	-1,6	-2,9	-1,3	0,9	-2,5	-2,0
2008T4	-1,0	-3,2	-1,4	-5,0	-3,1	1,7	-3,6	-16,8	-6,3	-3,0
2009T1	-8,4	-3,5	-3,0	-5,9	-3,6	-9,4	-2,8	-11,5	-4,7	-7,9
2009T2	-1,0	-1,9	0,5	-4,5	-2,1	-2,9	-3,9	1,0	-2,5	0,4
2009T3	0,9	-0,2	-2,7	-2,9	-1,4	1,6	-3,0	-9,6	-0,9	1,9
2009T4	0,2	-0,9	0,2	-2,1	-0,7	-2,9	-3,2	-6,8	0,7	-6,7
2010T1	0,5	-1,2	-2,0	-1,8	-1,3	-4,7	-1,6	-16,9	1,3	2,0
2010T2	5,7	0,4	0,9	-0,4	0,9	-9,7	3,8	18,0	1,5	-2,6
2010T3	1,6	1,5	0,2	-2,9	0,8	-6,3	-2,4	-22,3	0,5	-0,3
2010T4	0,0	1,3	0,1	-1,5	0,4	-3,1	0,5	-2,0	-1,0	-3,2

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Dados calculados em 25.7.2011.

Nota: (1) (T/T-1) Variação percentual per capita em relação trim. anterior, com ajuste sazonal.

Tabela 37. Evolução trimestral do índice IRV nominal (%), 2000-2010
(T/T-1)

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal
2000T1										
2000T2	0,1	1,9	0,7	0,2	1,6	3,5	3,9	5,2	2,3	
2000T3	0,1	0,3	0,2	1,6	2,2	2,7	3,6	4,2	2,4	
2000T4	0,0	2,0	2,4	2,8	1,3	5,0	2,9	5,0	1,7	
2001T1	0,0	2,7	1,1	2,8	2,3	4,9	2,4	3,6	1,8	
2001T2	0,0	3,2	1,3	1,7	2,2	5,1	2,6	1,3	2,0	
2001T3	-0,1	5,5	0,8	2,5	1,4	2,6	2,0	2,0	2,1	
2001T4	-0,2	3,2	0,8	3,9	1,8	2,4	1,6	-2,2	2,5	0,6
2002T1	-0,2	4,6	1,8	4,7	1,6	5,8	1,7	2,0	2,5	-0,8
2002T2	-0,2	5,7	2,4	5,7	1,6	7,4	1,4	3,3	2,2	-2,6
2002T3	-0,3	4,1	1,8	2,8	3,9	-1,3	1,1	3,5	2,3	4,6
2002T4	-0,4	3,0	1,9	4,1	2,5	1,4	0,6	3,8	2,4	-1,2
2003T1	-0,4	3,8	0,9	4,8	2,3	3,1	0,8	3,4	2,4	1,4
2003T2	-0,4	4,9	1,7	6,5	3,0	-1,8	1,0	3,6	2,7	5,7
2003T3	-0,4	5,8	2,1	3,9	3,1	0,0	0,3	2,3	2,7	0,7
2003T4	-0,4	3,5	2,5	4,5	3,5	0,4	1,8	3,7	2,5	2,2
2004T1	-0,4	0,8	1,7	4,4	3,8	-0,9	1,0	2,6	2,4	-1,9
2004T2	-0,4	-1,5	1,4	4,2	3,9	-0,2	0,9	2,4	2,3	4,2
2004T3	-0,3	-0,1	3,2	3,8	3,6	0,8	1,1	2,7	2,2	0,2
2004T4	-0,2	1,0	3,0	3,4	3,7	3,9	0,9	0,9	1,9	0,8
2005T1	-0,2	0,7	3,2	3,6	3,6	2,0	0,8	1,4	1,8	-0,8
2005T2	-0,2	0,2	3,3	3,2	3,7	2,3	1,1	1,5	1,6	2,5
2005T3	-0,1	-0,2	3,0	3,0	3,7	1,1	0,8	2,4	1,5	0,2
2005T4	0,0	1,6	2,7	3,3	2,9	3,2	1,2	4,0	1,8	0,4
2006T1	0,0	2,4	3,6	1,9	3,6	4,6	1,3	4,0	1,7	-1,0
2006T2	0,0	3,3	2,9	2,1	2,2	2,7	1,2	4,2	1,5	-0,1
2006T3	0,2	2,6	1,0	1,8	2,0	0,5	0,9	1,9	1,3	-0,6
2006T4	0,3	1,2	2,9	2,2	1,7	3,7	1,0	1,3	1,4	2,3
2007T1	0,8	2,2	3,1	0,8	1,9	1,4	0,9	-0,1	1,3	-0,5
2007T2	-0,6	3,6	1,8	0,9	1,1	-0,1	1,3	-2,4	1,2	0,3
2007T3	-0,2	4,0	1,9	1,1	1,0	1,7	1,1	-1,4	1,1	-1,6
2007T4	0,8	3,6	0,8	1,0	1,5	0,7	0,8	-3,1	1,0	0,6
2008T1	-0,1	1,7	1,1	0,3	0,6	-0,1	0,8	-1,8	0,9	-0,8
2008T2	0,6	-1,5	2,1	-0,5	0,0	0,1	0,4	-3,2	-0,4	-2,8
2008T3	0,2	-2,3	0,4	-1,2	-1,3	-1,1	0,7	-2,6	-0,5	-1,9
2008T4	-1,0	-1,9	-0,3	-2,6	-2,4	0,3	-0,3	-1,5	-1,2	-2,6
2009T1	0,0	0,1	-1,2	-2,8	-3,3	-3,6	-1,1	-4,2	-1,3	-0,3
2009T2	1,4	3,5	-1,1	-2,3	-2,5	-0,3	-2,1	-4,0	-0,8	0,4
2009T3	-1,0	4,8	1,1	-0,9	0,1	-1,8	-1,7	-5,0	-0,9	0,9
2009T4	2,1	4,9	2,3	-0,7	1,2	1,5	-0,3	-6,7	-0,5	1,0
2010T1	0,4	4,3	1,4	-0,9	2,5	-0,3	-0,4	-4,6	-0,7	1,3
2010T2	0,2	1,1	1,0	-0,7	2,1	-1,3	0,4	-1,8	-0,2	-0,3
2010T3	0,2	0,2	0,7	-1,1	2,3	-3,1	-0,3	-2,5	-0,3	-1,5
2010T4	1,3	0,2	-0,1	-0,5	2,2	-0,5	-0,7	-2,3	0,9	-1,7

Fonte: Elaboração com dados da OECD e Global Property Guide. Dados coletados em 30.3.2011.

Nota: (1) (T/T-1) Variação percentual em relação trim. anterior, expresso em termos nominais.

Tabela 38. Evolução trimestral do índice IRV real (%), 2000-2010
(T/T-1)

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal
2000T1										
2000T2	0,2	1,1	-0,4	-0,8	1,1	1,3	2,9	4,0	1,3	
2000T3	-0,6	-2,1	-0,6	0,4	1,4	3,8	3,0	1,9	1,3	
2000T4	-0,5	1,6	2,1	1,5	0,7	2,0	1,7	3,7	1,0	
2001T1	-0,5	1,8	1,2	2,2	2,2	5,6	0,7	3,2	1,5	
2001T2	-0,5	2,3	-0,1	0,8	1,5	2,6	1,5	0,3	0,9	
2001T3	-0,3	5,2	0,7	1,8	1,2	3,7	1,7	0,4	1,6	
2001T4	-0,7	2,1	0,8	3,4	2,0	0,4	0,5	-3,1	2,2	-0,2
2002T1	-0,5	3,8	1,1	4,0	1,1	5,3	1,2	0,5	1,5	-1,3
2002T2	-0,2	4,9	2,2	4,7	1,6	5,3	0,4	1,6	1,2	-4,1
2002T3	-0,4	3,3	1,6	2,1	3,6	-0,2	0,4	2,5	1,6	3,9
2002T4	-0,8	2,2	2,0	3,3	2,1	-0,7	0,1	2,1	1,9	-2,4
2003T1	-1,3	2,9	-0,1	3,8	1,4	2,2	0,2	2,0	1,5	0,9
2003T2	-0,2	5,1	1,6	6,0	2,9	-3,6	0,6	2,6	2,1	4,4
2003T3	-0,7	5,8	1,4	3,0	2,6	1,3	-0,3	2,6	2,1	0,7
2003T4	-0,7	3,2	2,3	3,6	2,9	-1,4	1,3	3,2	1,9	1,3
2004T1	-0,7	0,3	1,0	3,0	3,3	-1,1	1,7	1,8	1,8	-2,0
2004T2	-0,9	-1,9	0,3	3,4	3,4	-2,2	0,1	2,1	1,4	2,6
2004T3	-0,5	-0,5	2,6	3,2	3,3	2,2	0,6	2,4	1,5	0,3
2004T4	-0,4	0,4	2,7	2,6	3,2	1,7	0,7	-0,2	1,6	-0,1
2005T1	-0,6	0,3	2,7	2,7	3,2	1,5	0,4	1,2	1,2	-0,7
2005T2	-0,6	-0,2	2,3	2,3	3,3	0,3	0,4	1,2	1,1	1,3
2005T3	-0,7	-0,8	2,0	2,1	3,1	2,0	0,3	1,8	0,9	-0,4
2005T4	-0,3	1,0	2,5	2,3	2,4	1,2	0,3	3,1	1,1	-0,5
2006T1	0,0	1,4	2,9	1,1	3,0	4,5	0,8	3,8	1,0	-1,4
2006T2	-0,1	2,3	1,6	1,1	1,6	0,7	0,9	3,1	0,7	-1,8
2006T3	-0,1	2,0	0,2	1,0	1,5	1,1	0,4	1,2	0,7	-0,5
2006T4	-0,1	0,7	2,7	1,7	1,5	2,2	0,8	0,9	1,0	1,8
2007T1	0,2	1,5	2,1	-0,1	1,5	1,5	0,1	-1,1	0,7	-0,8
2007T2	-1,1	2,5	1,1	0,1	0,5	-1,9	0,7	-3,7	0,7	-1,5
2007T3	-0,6	3,5	1,6	0,4	0,4	2,3	1,2	-1,8	0,3	-1,2
2007T4	0,2	2,8	-0,2	-0,3	0,4	-1,7	0,1	-3,7	0,1	-0,4
2008T1	-0,4	0,9	0,0	-0,9	-0,3	-0,6	0,7	-3,4	0,0	-1,4
2008T2	0,2	-2,1	0,7	-1,4	-0,8	-2,2	-0,5	-4,0	-1,3	-4,5
2008T3	-0,5	-2,9	-0,2	-1,6	-1,7	-0,5	0,5	-2,2	-1,3	-1,6
2008T4	-0,7	-2,3	0,7	-2,0	-2,0	-0,4	0,5	-1,3	-0,7	-2,1
2009T1	0,9	-0,3	-1,0	-2,7	-2,9	-2,8	-0,8	-1,5	-0,5	0,7
2009T2	0,9	3,4	-0,9	-2,2	-2,3	-1,7	-1,6	-2,9	-1,0	-0,2
2009T3	-1,3	4,4	1,3	-1,2	0,0	-1,3	-1,9	-3,9	-1,0	1,5
2009T4	1,5	4,2	2,0	-1,3	0,9	-0,4	-1,1	-6,2	-0,9	0,8
2010T1	-0,1	3,7	0,3	-2,1	2,0	-0,6	-0,7	-3,6	-1,1	1,2
2010T2	-0,4	0,7	-0,1	-1,2	1,8	-4,7	0,0	-1,9	-0,8	-1,6
2010T3	-0,1	-0,1	0,5	-1,8	2,1	-2,9	-0,8	-2,6	-0,8	-1,7
2010T4	0,8	-0,3	-1,7	-1,6	1,7	-1,9	-0,7	-3,6	0,6	-2,4

Fonte: Elaboração com dados da OECD e Global Property Guide. Dados coletados em 30.3.2011.

Notas: (1) (T/T-1) Variação percentual em relação trim. anterior, expresso em termos reais.

Tabela 39. Evolução trimestral do índice IRF (%), 2000-2010
(T/T-1)

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal
2000T1										
2000T2	-3,7	-0,3	1,1	-4,3	3,6	-12,5	0,5	2,1	0,7	-5,7
2000T3	-2,6	0,5	5,8	0,1	3,1	-11,2	2,4	1,3	3,5	-0,9
2000T4	-9,1	-4,2	-0,4	-7,0	-6,8	-12,4	-3,2	9,1	-2,0	-8,4
2001T1	-6,3	3,5	-4,8	-2,4	-7,9	-9,5	-7,9	-0,9	-8,7	-2,2
2001T2	-3,1	2,8	-3,1	-1,5	-3,0	-3,4	-4,3	6,0	-5,1	-10,5
2001T3	-15,4	-1,6	-1,1	-13,0	-13,0	-15,4	-11,7	-3,9	-12,9	-15,3
2001T4	-3,1	-6,5	-5,0	1,5	-5,1	0,5	-7,2	-8,1	-7,5	3,5
2002T1	5,7	6,5	4,8	1,0	2,8	-4,1	4,1	-3,3	3,0	-0,4
2002T2	-7,7	7,6	0,5	-1,1	-3,1	-8,8	-2,6	-0,9	-1,8	-2,8
2002T3	-26,8	-8,4	-18,0	-17,6	-21,7	-8,0	-24,8	-16,2	-17,3	-14,3
2002T4	-7,6	-4,1	-8,3	-2,1	-6,8	-12,9	-7,5	-3,6	-4,8	-5,6
2003T1	-16,5	6,1	-9,5	-1,8	-7,9	-9,7	-13,1	-4,5	-4,1	0,1
2003T2	16,0	8,8	7,5	8,0	4,9	6,1	1,5	7,2	6,4	2,3
2003T3	11,4	5,1	7,5	8,3	9,4	21,3	9,6	5,9	4,6	4,2
2003T4	10,9	7,2	5,5	3,3	6,0	2,4	3,0	5,6	4,9	8,6
2004T1	5,3	17,6	11,7	10,3	7,5	12,6	6,0	8,8	4,4	13,0
2004T2	-0,8	5,4	2,7	0,8	0,8	-0,5	-0,7	3,2	1,5	4,0
2004T3	-3,6	6,3	3,4	-1,4	-1,6	-3,9	-2,6	2,8	-1,1	-1,2
2004T4	6,3	9,7	12,5	8,4	4,1	13,9	3,6	8,5	8,0	4,8
2005T1	5,4	15,8	9,2	9,0	6,6	12,5	8,4	8,4	8,7	5,5
2005T2	0,5	4,9	2,2	1,9	3,1	-0,4	0,6	-3,7	0,5	-1,1
2005T3	11,8	15,8	6,1	8,8	9,0	11,2	8,2	8,5	6,1	1,6
2005T4	4,6	4,1	5,2	3,7	3,4	5,3	4,0	2,5	0,5	6,2
2006T1	13,4	14,5	12,6	8,0	9,7	18,2	10,5	12,3	9,2	13,7
2006T2	-1,5	-0,3	-1,1	1,7	1,2	-5,8	-0,2	-0,7	0,6	7,0
2006T3	0,0	-2,2	2,3	3,7	0,2	-0,3	1,0	1,5	-0,4	1,5
2006T4	9,4	13,0	8,9	16,7	7,7	10,4	7,4	12,6	8,6	8,6
2007T1	7,4	9,0	5,8	5,7	4,4	8,7	4,3	8,3	4,7	9,9
2007T2	11,7	6,2	4,8	2,8	6,6	5,0	7,7	1,3	3,7	10,5
2007T3	-1,8	-6,2	-5,7	-2,8	-4,7	2,8	-0,7	-11,7	-6,2	2,6
2007T4	3,0	-2,1	-2,5	5,1	-1,2	4,1	-2,6	-13,2	-3,7	-0,7
2008T1	-16,1	-12,9	-10,2	-14,0	-14,2	-19,8	-13,7	-12,1	-14,6	-14,4
2008T2	0,0	5,4	-0,2	0,0	0,1	-5,2	5,2	-6,6	-3,1	-1,2
2008T3	-10,1	-17,4	-18,4	-14,3	-11,7	-19,3	-15,2	-26,8	-13,6	-19,3
2008T4	-25,6	-44,1	-31,0	-20,9	-23,6	-39,6	-34,2	-38,8	-26,2	-24,4
2009T1	-15,7	-13,6	-9,8	-12,2	-11,7	-13,2	-9,2	-16,7	-15,4	-2,4
2009T2	15,4	30,1	7,5	10,7	9,3	31,8	7,5	16,6	12,3	15,5
2009T3	13,1	7,5	13,4	19,0	10,9	13,6	14,2	13,0	10,0	10,1
2009T4	3,5	12,9	9,8	8,4	8,7	-4,6	10,4	1,8	7,7	9,9
2010T1	2,3	-3,4	1,8	-6,5	1,7	-15,6	4,6	0,0	-1,8	-4,6
2010T2	2,0	1,4	-0,3	-9,7	-2,7	-19,5	0,7	3,9	-5,7	-6,2
2010T3	0,9	-2,9	1,0	3,6	-1,6	-3,0	-2,7	-10,2	-2,5	1,4
2010T4	11,1	11,1	5,3	-1,7	6,2	-7,0	5,8	-2,6	2,8	5,7

Fonte: Elaboração própria com dados da OECD. Dados coletados em 20.3.2011.

Nota: (1) (T/T-1) Variação percentual em relação trimestre anterior.

III.2. CÁLCULO DOS VALORES DA RIQUEZA DESAGREGADA

A metodologia utilizada para a construção dos valores da riqueza, em nível desagregado, partiu de um procedimento similar empregado em outros estudos recentes (Case *et. al.*, 2005; Skudelny, 2009; Slacalek, 2009).

Nesta linha, estimativas do valor da riqueza financeira trimestral per capita foram calculadas a partir do produto da riqueza financeira consolidada líquida e do PIB trimestral per capita, ou seja:

$$(III.1) \quad RF_{pcit} = RF_{it} \times PIB_{pcit},$$

Onde: RF_{pcit} = Riqueza financeira per capita para o país i no ano t ;

RF_{it} = Riqueza financeira consolidada líquida das famílias e instituições sem fins lucrativos para o país i no ano t ;

PIB_{pcit} = Produto Interno Bruto per capita para o país i no ano t .

Os dados da riqueza financeira consolidada líquida (RF_{it}) procedem do Eurostat, expressos em percentagem do PIB. Considerando a periodicidade anual dos dados, a série de valores foi reconstruída trimestralmente, supondo-se que o valor anual da riqueza RF_{it} , em termos do PIB, corresponde ao valor do último trimestre do respectivo ano. O restante dos dados trimestrais da série foi reconstruída através de interpolação linear. Portanto, a série da RF_{it} abrange o período 2000-2010, onde a disponibilidade de dados variou em função do país. Os dados da RF_{it} iniciaram em 2000T1 para Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Grécia, Holanda, Itália e Portugal; e em 2001T1 para Irlanda. Por sua vez, os dados do PIB_{pcit} foram calculados, a partir da base de dados do Eurostat, utilizando a metodologia empregada na seção anterior.

Tendo-se reconstruído a série trimestral da RF_{it} e computado o PIB_{pcit} , procedeu-se o cálculo da RF_{pcit} a partir do produto do primeiro com o segundo, conforme a disponibilidade vigente. Deste modo, os dados computados da RF_{pcit} compreendem igualmente o período 2000-2010, onde iniciaram em 2000T1 para

Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Grécia, Holanda, Itália³⁵³ e Portugal; e em 2001T1 para Irlanda. Finalmente, passou-se ao cálculo das variações trimestrais da RV_{pcit} , advertindo que as variações trimestrais apontadas correspondem ao trimestre imediatamente anterior.

Em sequência, estimativas do valor da riqueza imobiliária per capita foram computadas, utilizando a seguinte equação:

$$(III.2) \quad RV_{pcit} = IRV_{it} \times P_{it} \times DSpc_{it} \times T_i \times R_i ,$$

Onde: RV_{pcit} = Riqueza imobiliária per capita para o país i no ano t;

IRV_{it} = Índice de preços reais das vivendas para o país i no ano t;

P_{it} = preço médio por m^2 da habitação para o país i no ano t;

$DSpc_{it}$ = estoque de residências per capita para o país i no ano t;

T_i = tamanho médio da residência para o país i;

R_i = Taxa de proprietários para o país i.

Os dados do IRV_{it} procedem simultaneamente da OECD (Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Holanda, Irlanda e Itália) e da Global Property Guide (Grécia, Portugal), onde a série histórica compreende o período 2000-2010 e a disponibilidade de dados variou em função do país³⁵⁴. O P_{it} foi coletado da Global Property Guide para um determinado país num ano específico t (veja tabela 40) e sua série reconstruída a partir do IRV_{it} dos países. Por sua vez, o $DSpc_{it}$ foi calculado, a partir dos dados de estoque disponíveis no boletim imobiliário publicado pela United Nations e sua série reconstruída, através de interpolação linear. Em razão da indisponibilidade, não foi possível calcular o $DSpc_{it}$ para Itália. Em sequência, o T_i foi obtido do estudo de Trilha (2001, p.45), supondo como constante o tamanho médio da residência no tempo (tabela 40). Em face da indisponibilidade, admitiu-se o tamanho médio da residência da União Europeia ($87,1m^2$) como o tamanho médio da vivenda Portuguesa. Por

³⁵³ Disponibilidade de dados do valor da riqueza financeira até 2009T4 inclusive.

³⁵⁴ Disponibilidade de dados para o índice IRV_{it} : Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Grécia, Holanda, Irlanda e Itália (2000T1-2010T4); Portugal (2001T3-2010T4).

fim, a taxa R_i foi obtida a partir da publicação do ECB (2009, p.13), outra vez assumindo como constante a taxa de propriedade no tempo.

Tabela 40. Características das vivendas por países

País	P_{it}	Ano	T_i	Ano	R_i	Ano
Alemanha	2882,00	2010T2	88,1	1993	43,0	2006
Áustria	2446,00	2009T1	85,3	1995	58,0	2007
Bélgica	1469,70	2005T1	86,3	1991	71,3	2006
Espanha	1721,70	2005T1	85,3	1991	86,3	2005
França	2273,60	2005T1	85,4	1995	57,2	2005
Grécia	1875,00	2009T4	79,6	1991	79,6	2006
Holanda	2210,20	2010T1	98,0	1995	56,6	2007
Irlanda	2740,10	2005T1	98,0	1995	74,7	2007
Itália	2052,80	2005T1	92,3	1985	69,1	2006
Portugal	1216,30	2005T1	87,1	ND	74,5	2001

Fonte: Elaboração com dados da Global Property, Trilha (2001) e ECB (2009).

Notas: ND: Dado não disponível; P_{it} expressos em EUR/m²; T_i em m²; R_i em %.

Tendo-se coletado os parâmetros estabelecidos na equação III.2, procedeu-se o cálculo da $RV_{pc_{it}}$, segundo a disponibilidade de dados vigente. Deste modo, os valores computados da $RV_{pc_{it}}$ compreendem o período 2000-2010, onde iniciaram em 2000T1 para Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Grécia, Holanda e Irlanda; e em 2001T3 para Portugal. Em face da indisponibilidade do $DS_{pc_{it}}$, não foi possível calcular a $RV_{pc_{it}}$ para Itália. Por último, passou-se ao cálculo das variações trimestrais da $RV_{pc_{it}}$, em relação ao trimestre imediatamente anterior.

Em continuação, apresentamos a relação de tabelas contendo os valores da riqueza financeira e imobiliária estimados para os dez países, bem como as suas respectivas variações trimestrais. Lembramos que o conjunto de tabelas dá suporte à construção dos gráficos e tabelas exibidos nas seções 8.2 e 8.3 do capítulo 8 da Parte II deste trabalho.

Tabela 41. Evolução trimestral do valor da riqueza financeira (RFpc), 2000-2010
10 países da UE (valores per capita em Euros)

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal
2000T1	6.096,5	6.380,9	16.687,2	4.762,8	7.629,3	5.895,6	14.753,9		10.779,3	4.916,1
2000T2	6.144,0	6.416,2	16.710,4	4.659,8	7.623,9	5.483,3	14.618,0		10.838,5	4.772,0
2000T3	6.120,9	6.452,8	16.711,6	4.541,3	7.604,7	5.065,5	14.441,0		10.935,8	4.776,4
2000T4	6.104,6	6.483,6	16.776,0	4.441,9	7.616,1	4.715,6	14.299,2		11.040,6	4.713,6
2001T1	6.180,3	6.467,4	16.542,0	4.422,6	7.492,9	4.701,7	13.770,4	7.407,6	10.955,2	4.566,0
2001T2	6.195,5	6.413,8	16.398,5	4.383,7	7.355,5	4.521,3	13.275,4	7.359,6	10.760,2	4.483,7
2001T3	6.197,3	6.378,8	16.160,8	4.357,1	7.217,8	4.442,2	12.714,8	7.341,0	10.581,0	4.372,3
2001T4	6.223,5	6.389,7	15.967,9	4.318,7	7.037,6	4.360,0	12.191,8	7.353,1	10.425,5	4.319,0
2002T1	6.135,5	6.414,4	15.381,4	4.189,7	7.040,2	4.140,5	11.616,2	7.308,3	10.347,7	4.229,1
2002T2	6.087,6	6.417,1	14.747,5	4.075,8	7.032,3	3.967,7	11.198,5	7.107,1	10.273,8	4.143,9
2002T3	6.051,3	6.392,2	14.140,1	3.956,0	7.015,1	3.811,6	10.740,5	7.041,0	10.170,0	4.012,0
2002T4	5.981,0	6.368,4	13.513,0	3.845,8	6.965,3	3.636,3	10.285,8	6.831,4	10.074,3	3.900,7
2003T1	6.082,1	6.445,6	13.411,1	3.906,0	7.016,9	3.694,3	10.341,3	6.818,7	9.986,5	3.902,1
2003T2	6.213,8	6.523,3	13.337,8	3.958,0	7.055,9	3.627,0	10.360,2	6.947,0	9.871,9	3.885,1
2003T3	6.390,6	6.616,7	13.308,1	4.009,5	7.153,1	3.574,2	10.412,0	6.962,0	9.830,9	3.887,5
2003T4	6.567,7	6.726,9	13.315,0	4.073,3	7.243,5	3.540,6	10.509,4	7.323,8	9.795,6	3.887,0
2004T1	6.661,1	6.798,3	13.524,6	4.029,6	7.321,7	3.611,0	10.696,9	7.168,0	9.868,3	3.914,0
2004T2	6.749,2	6.874,9	13.630,7	3.990,7	7.412,7	3.661,2	10.835,3	7.046,4	9.919,7	3.930,9
2004T3	6.822,9	6.944,0	13.791,0	3.966,1	7.490,8	3.684,8	10.963,2	6.973,2	9.970,6	3.895,2
2004T4	6.914,4	6.984,0	13.833,8	3.923,4	7.592,3	3.736,1	11.077,0	6.998,0	9.970,2	3.867,1
2005T1	7.054,7	7.054,5	13.932,5	4.000,6	7.628,3	3.758,8	11.262,8	6.942,0	10.029,7	3.895,7
2005T2	7.242,7	7.160,5	14.088,4	4.081,9	7.690,5	3.834,0	11.569,2	7.003,8	10.161,8	3.946,1
2005T3	7.441,9	7.248,7	14.256,4	4.162,3	7.774,1	3.939,0	11.843,0	6.833,9	10.262,0	3.905,1
2005T4	7.621,9	7.338,8	14.412,5	4.251,1	7.865,6	4.046,5	12.073,9	6.839,5	10.370,8	3.916,0
2006T1	7.753,6	7.489,0	14.456,6	4.331,6	8.000,6	4.030,4	12.140,8	6.939,7	10.378,3	3.960,9
2006T2	7.945,6	7.638,1	14.448,8	4.413,8	8.166,3	4.043,4	12.287,7	6.902,2	10.378,2	3.977,2
2006T3	8.086,8	7.814,5	14.537,7	4.496,8	8.260,3	4.024,6	12.281,1	6.919,8	10.357,6	3.975,4
2006T4	8.258,1	8.026,3	14.634,9	4.580,8	8.402,7	3.980,5	12.330,3	6.817,7	10.403,0	4.011,4
2007T1	8.322,6	8.116,0	14.536,8	4.491,3	8.468,5	3.989,0	12.422,0	6.725,2	10.286,9	4.058,6
2007T2	8.392,1	8.144,3	14.333,0	4.397,1	8.539,9	3.941,5	12.420,2	6.204,2	10.159,6	4.046,5
2007T3	8.495,3	8.154,2	14.140,8	4.305,2	8.601,0	3.899,3	12.499,6	5.782,2	10.046,9	4.031,9
2007T4	8.568,3	8.235,2	13.932,1	4.208,5	8.638,9	3.832,0	12.588,7	5.603,2	9.873,7	4.062,7
2008T1	8.544,7	8.183,3	13.531,1	3.893,2	8.365,2	3.412,9	11.707,4	4.920,8	9.732,6	4.013,4
2008T2	8.375,2	8.035,3	13.111,4	3.588,0	8.016,6	3.052,0	10.784,0	4.351,3	9.494,8	3.960,6
2008T3	8.228,2	7.790,4	12.580,2	3.281,6	7.708,9	2.722,1	9.961,0	3.925,3	9.218,8	3.895,7
2008T4	7.949,9	7.502,3	11.863,6	2.993,2	7.328,4	2.401,9	9.104,6	3.410,7	8.867,9	3.800,6
2009T1	7.879,7	7.581,8	11.985,9	3.029,1	7.417,3	2.439,1	9.378,7	3.667,5	8.695,7	3.763,7
2009T2	8.154,9	7.746,0	12.334,8	3.088,9	7.629,0	2.478,6	9.763,8	4.053,2	8.767,0	3.828,4
2009T3	8.457,1	8.011,8	12.807,1	3.175,2	7.856,7	2.529,4	10.353,7	4.470,8	8.898,4	3.886,1
2009T4	8.747,7	8.280,7	13.218,4	3.266,9	8.121,9	2.614,2	10.950,7	4.897,9	8.998,3	3.910,4
2010T1	8.753,8	8.600,6	13.267,0	3.253,8	8.299,6	2.457,0	10.873,0	4.737,4	ND	3.934,6
2010T2	8.729,9	8.677,9	13.450,9	3.248,3	8.466,2	2.323,5	10.872,3	4.663,2	ND	3.938,2
2010T3	8.730,6	8.685,2	13.542,7	3.231,6	8.662,0	2.189,6	10.777,6	4.560,3	ND	3.939,5
2010T4	8.815,8	8.672,7	13.581,5	3.235,7	8.825,5	2.126,2	10.699,5	4.410,3	ND	3.914,4

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Dados calculados em 27.7.2011.

Notas: (1) Valores em Euros expressos a preços constantes, ano 2000 de referência;

(2) Valores expressos com ajuste sazonal;

(3) ND: Não disponível.

Tabela 42. Evolução trimestral do valor da riqueza imobiliária (RVpc), 2000-2010
10 países da UE (valores per capita em Euros)

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal
2000T1	57.931	29.386	27.982	37.006	33.648	42196	41.778	47.094	ND	
2000T2	58.188	29.775	27.910	36.799	33.997	42915	42.988	49.182	ND	
2000T3	57.956	29.205	27.788	37.023	34.460	44720	44.262	50.322	ND	
2000T4	57.817	29.738	28.417	37.645	34.669	45767	45.016	52.422	ND	
2001T1	57.687	30.320	28.815	38.562	35.405	48496	45.315	54.359	ND	
2001T2	57.550	31.054	28.820	38.954	35.894	49917	45.978	54.738	ND	
2001T3	57.514	32.687	29.048	39.722	36.295	51917	46.744	55.166	ND	37.733
2001T4	57.259	33.400	29.329	41.155	36.978	52276	46.995	53.678	ND	37.744
2002T1	57.083	34.706	29.697	42.871	37.359	55252	47.556	54.156	ND	37.335
2002T2	57.016	36.439	30.374	44.902	38.130	58372	47.787	55.305	ND	35.928
2002T3	56.859	37.683	30.908	45.884	39.715	58457	48.009	56.975	ND	37.481
2002T4	56.490	38.576	31.556	47.420	40.757	58225	48.105	58.490	ND	36.713
2003T1	55.804	39.760	31.572	49.237	41.519	59722	48.242	59.987	ND	37.184
2003T2	55.733	41.845	32.121	52.113	42.810	57630	48.520	61.611	ND	38.865
2003T3	55.365	44.337	32.630	53.612	43.988	58466	48.364	63.267	ND	39.196
2003T4	55.036	45.788	33.415	55.430	45.337	57704	48.986	65.321	ND	39.738
2004T1	54.672	45.976	33.793	57.021	46.912	57118	49.829	66.565	ND	39.000
2004T2	54.224	45.135	33.947	58.882	48.576	55948	49.894	67.951	ND	40.086
2004T3	53.980	44.937	34.872	60.678	50.230	57252	50.216	69.566	ND	40.250
2004T4	53.825	45.123	35.839	62.140	51.891	58274	50.567	69.424	ND	40.270
2005T1	53.563	45.291	36.855	63.711	53.629	59187	50.777	70.246	ND	40.046
2005T2	53.297	45.234	37.718	65.049	55.535	59447	50.992	70.983	ND	40.639
2005T3	52.952	44.909	38.486	66.283	57.404	60694	51.172	72.129	ND	40.562
2005T4	52.826	45.380	39.491	67.659	58.957	61493	51.347	74.286	ND	40.416
2006T1	52.856	46.046	40.682	68.276	60.854	64305	51.763	76.974	ND	39.939
2006T2	52.853	47.155	41.366	68.921	61.880	64836	52.280	79.250	ND	39.310
2006T3	52.882	48.162	41.473	69.478	62.881	65612	52.538	80.118	ND	39.213
2006T4	52.896	48.570	42.603	70.526	63.890	67111	52.993	80.732	ND	40.008
2007T1	53.063	49.383	43.506	70.326	64.872	68219	53.087	79.695	ND	39.768
2007T2	52.536	50.660	43.996	70.261	65.307	67007	53.500	76.740	ND	39.281
2007T3	52.267	52.487	44.731	70.406	65.682	68640	54.145	75.318	ND	38.898
2007T4	52.431	54.019	44.663	70.051	66.074	67575	54.191	72.532	ND	38.849
2008T1	52.258	54.584	44.689	69.287	66.021	67254	54.583	70.050	ND	38.408
2008T2	52.441	53.509	45.026	68.257	65.657	65858	54.312	67.356	ND	36.788
2008T3	52.239	52.045	44.952	67.117	64.688	65611	54.554	66.024	ND	36.294
2008T4	51.972	50.915	45.274	65.710	63.521	65431	54.824	65.281	ND	35.638
2009T1	52.502	50.805	44.841	63.896	61.815	63665	54.350	64.434	ND	35.970
2009T2	53.043	52.628	44.474	62.601	60.532	62625	53.458	62.794	ND	35.991
2009T3	52.415	55.064	45.047	61.961	60.666	61893	52.419	60.569	ND	36.632
2009T4	53.286	57.484	45.976	61.278	61.362	61732	51.830	57.012	ND	37.003
2010T1	53.323	59.705	46.113	60.088	62.705	61445	51.462	55.144	ND	37.553
2010T2	53.177	60.241	46.063	59.467	63.963	58602	51.458	54.280	ND	37.030
2010T3	53.182	60.292	46.288	58.456	65.443	56987	51.010	53.083	ND	36.478
2010T4	53.700	60.205	45.517	57.625	66.678	55948	50.640	51.337	ND	35.708

Fonte: Elaboração própria com dados da OECD, Global Property Guide, United Nations, etc.
Dados calculados em 25.4.2011.

Notas: (1) Valores em Euros expressos a preços constantes, ano 2000 de referência;
(2) Valores expressos com ajuste sazonal;
(3) Por questões de espaço omitiu-se a primeira casa decimal do valor calculado;
(3) ND: Não disponível.

Tabela 43. Evolução trimestral do valor da RFpc (%), 2000-2010
10 países da UE, (T/T-1)

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal
2000T1										
2000T2	0,8	0,6	0,1	-2,2	-0,1	-7,0	-0,9		0,5	-2,9
2000T3	-0,4	0,6	0,0	-2,5	-0,3	-7,6	-1,2		0,9	0,1
2000T4	-0,3	0,5	0,4	-2,2	0,2	-6,9	-1,0		1,0	-1,3
2001T1	1,2	-0,3	-1,4	-0,4	-1,6	-0,3	-3,7		-0,8	-3,1
2001T2	0,2	-0,8	-0,9	-0,9	-1,8	-3,8	-3,6	-0,6	-1,8	-1,8
2001T3	0,0	-0,5	-1,4	-0,6	-1,9	-1,7	-4,2	-0,3	-1,7	-2,5
2001T4	0,4	0,2	-1,2	-0,9	-2,5	-1,8	-4,1	0,2	-1,5	-1,2
2002T1	-1,4	0,4	-3,7	-3,0	0,0	-5,0	-4,7	-0,6	-0,7	-2,1
2002T2	-0,8	0,0	-4,1	-2,7	-0,1	-4,2	-3,6	-2,8	-0,7	-2,0
2002T3	-0,6	-0,4	-4,1	-2,9	-0,2	-3,9	-4,1	-0,9	-1,0	-3,2
2002T4	-1,2	-0,4	-4,4	-2,8	-0,7	-4,6	-4,2	-3,0	-0,9	-2,8
2003T1	1,7	1,2	-0,8	1,6	0,7	1,6	0,5	-0,2	-0,9	0,0
2003T2	2,2	1,2	-0,5	1,3	0,6	-1,8	0,2	1,9	-1,1	-0,4
2003T3	2,8	1,4	-0,2	1,3	1,4	-1,5	0,5	0,2	-0,4	0,1
2003T4	2,8	1,7	0,1	1,6	1,3	-0,9	0,9	5,2	-0,4	0,0
2004T1	1,4	1,1	1,6	-1,1	1,1	2,0	1,8	-2,1	0,7	0,7
2004T2	1,3	1,1	0,8	-1,0	1,2	1,4	1,3	-1,7	0,5	0,4
2004T3	1,1	1,0	1,2	-0,6	1,1	0,6	1,2	-1,0	0,5	-0,9
2004T4	1,3	0,6	0,3	-1,1	1,4	1,4	1,0	0,4	0,0	-0,7
2005T1	2,0	1,0	0,7	2,0	0,5	0,6	1,7	-0,8	0,6	0,7
2005T2	2,7	1,5	1,1	2,0	0,8	2,0	2,7	0,9	1,3	1,3
2005T3	2,8	1,2	1,2	2,0	1,1	2,7	2,4	-2,4	1,0	-1,0
2005T4	2,4	1,2	1,1	2,1	1,2	2,7	1,9	0,1	1,1	0,3
2006T1	1,7	2,0	0,3	1,9	1,7	-0,4	0,6	1,5	0,1	1,1
2006T2	2,5	2,0	-0,1	1,9	2,1	0,3	1,2	-0,5	0,0	0,4
2006T3	1,8	2,3	0,6	1,9	1,2	-0,5	-0,1	0,3	-0,2	0,0
2006T4	2,1	2,7	0,7	1,9	1,7	-1,1	0,4	-1,5	0,4	0,9
2007T1	0,8	1,1	-0,7	-2,0	0,8	0,2	0,7	-1,4	-1,1	1,2
2007T2	0,8	0,3	-1,4	-2,1	0,8	-1,2	0,0	-7,7	-1,2	-0,3
2007T3	1,2	0,1	-1,3	-2,1	0,7	-1,1	0,6	-6,8	-1,1	-0,4
2007T4	0,9	1,0	-1,5	-2,2	0,4	-1,7	0,7	-3,1	-1,7	0,8
2008T1	-0,3	-0,6	-2,9	-7,5	-3,2	-10,9	-7,0	-12,2	-1,4	-1,2
2008T2	-2,0	-1,8	-3,1	-7,8	-4,2	-10,6	-7,9	-11,6	-2,4	-1,3
2008T3	-1,8	-3,0	-4,1	-8,5	-3,8	-10,8	-7,6	-9,8	-2,9	-1,6
2008T4	-3,4	-3,7	-5,7	-8,8	-4,9	-11,8	-8,6	-13,1	-3,8	-2,4
2009T1	-0,9	1,1	1,0	1,2	1,2	1,5	3,0	7,5	-1,9	-1,0
2009T2	3,5	2,2	2,9	2,0	2,9	1,6	4,1	10,5	0,8	1,7
2009T3	3,7	3,4	3,8	2,8	3,0	2,0	6,0	10,3	1,5	1,5
2009T4	3,4	3,4	3,2	2,9	3,4	3,4	5,8	9,6	1,1	0,6
2010T1	0,1	3,9	0,4	-0,4	2,2	-6,0	-0,7	-3,3	ND	0,6
2010T2	-0,3	0,9	1,4	-0,2	2,0	-5,4	0,0	-1,6	ND	0,1
2010T3	0,0	0,1	0,7	-0,5	2,3	-5,8	-0,9	-2,2	ND	0,0
2010T4	1,0	-0,1	0,3	0,1	1,9	-2,9	-0,7	-3,3	ND	-0,6

Fonte: Elaboração própria com dados do Eurostat. Dados calculados em 27.7.2011.

Notas: (1) (T/T-1) Variação percentual em relação trimestre anterior;

(2) ND: Não disponível.

Tabela 44. Evolução trimestral do valor da RVpc (%), 2000-2010
10 países da UE, (T/T-1)

	Alemanha	Áustria	Bélgica	Espanha	França	Grécia	Holanda	Irlanda	Itália	Portugal
2000T1										
2000T2	0,4	1,3	-0,3	-0,6	1,0	1,7	2,9	4,4	ND	
2000T3	-0,4	-1,9	-0,4	0,6	1,4	4,2	3,0	2,3	ND	
2000T4	-0,2	1,8	2,3	1,7	0,6	2,3	1,7	4,2	ND	
2001T1	-0,2	2,0	1,4	2,4	2,1	6,0	0,7	3,7	ND	
2001T2	-0,2	2,4	0,0	1,0	1,4	2,9	1,5	0,7	ND	
2001T3	-0,1	5,3	0,8	2,0	1,1	4,0	1,7	0,8	ND	
2001T4	-0,4	2,2	1,0	3,6	1,9	0,7	0,5	-2,7	ND	0,0
2002T1	-0,3	3,9	1,3	4,2	1,0	5,7	1,2	0,9	ND	-1,1
2002T2	-0,1	5,0	2,3	4,7	2,1	5,6	0,5	2,1	ND	-3,8
2002T3	-0,3	3,4	1,8	2,2	4,2	0,1	0,5	3,0	ND	4,3
2002T4	-0,6	2,4	2,1	3,3	2,6	-0,4	0,2	2,7	ND	-2,0
2003T1	-1,2	3,1	0,1	3,8	1,9	2,6	0,3	2,6	ND	1,3
2003T2	-0,1	5,2	1,7	5,8	3,1	-3,5	0,6	2,7	ND	4,5
2003T3	-0,7	6,0	1,6	2,9	2,8	1,4	-0,3	2,7	ND	0,9
2003T4	-0,6	3,3	2,4	3,4	3,1	-1,3	1,3	3,2	ND	1,4
2004T1	-0,7	0,4	1,1	2,9	3,5	-1,0	1,7	1,9	ND	-1,9
2004T2	-0,8	-1,8	0,5	3,3	3,5	-2,0	0,1	2,1	ND	2,8
2004T3	-0,4	-0,4	2,7	3,1	3,4	2,3	0,6	2,4	ND	0,4
2004T4	-0,3	0,4	2,8	2,4	3,3	1,8	0,7	-0,2	ND	0,0
2005T1	-0,5	0,4	2,8	2,5	3,3	1,6	0,4	1,2	ND	-0,6
2005T2	-0,5	-0,1	2,3	2,1	3,6	0,4	0,4	1,1	ND	1,5
2005T3	-0,6	-0,7	2,0	1,9	3,4	2,1	0,4	1,6	ND	-0,2
2005T4	-0,2	1,0	2,6	2,1	2,7	1,3	0,3	3,0	ND	-0,4
2006T1	0,1	1,5	3,0	0,9	3,2	4,6	0,8	3,6	ND	-1,2
2006T2	-0,0	2,4	1,7	0,9	1,7	0,8	1,0	3,0	ND	-1,6
2006T3	0,1	2,1	0,3	0,8	1,6	1,2	0,5	1,1	ND	-0,2
2006T4	0,0	0,8	2,7	1,5	1,6	2,3	0,9	0,8	ND	2,0
2007T1	0,3	1,7	2,1	-0,3	1,5	1,7	0,2	-1,3	ND	-0,6
2007T2	-1,0	2,6	1,1	-0,1	0,7	-1,8	0,8	-3,7	ND	-1,2
2007T3	-0,5	3,6	1,7	0,2	0,6	2,4	1,2	-1,9	ND	-1,0
2007T4	0,3	2,9	-0,2	-0,5	0,6	-1,6	0,1	-3,7	ND	-0,1
2008T1	-0,3	1,0	0,1	-1,1	-0,1	-0,5	0,7	-3,4	ND	-1,1
2008T2	0,4	-2,0	0,8	-1,5	-0,6	-2,1	-0,5	-3,8	ND	-4,2
2008T3	-0,4	-2,7	-0,2	-1,7	-1,5	-0,4	0,4	-2,0	ND	-1,3
2008T4	-0,5	-2,2	0,7	-2,1	-1,8	-0,3	0,5	-1,1	ND	-1,8
2009T1	1,0	-0,2	-1,0	-2,8	-2,7	-2,7	-0,9	-1,3	ND	0,9
2009T2	1,0	3,6	-0,8	-2,0	-2,1	-1,6	-1,6	-2,5	ND	0,1
2009T3	-1,2	4,6	1,3	-1,0	0,2	-1,2	-1,9	-3,5	ND	1,8
2009T4	1,7	4,4	2,1	-1,1	1,1	-0,3	-1,1	-5,9	ND	1,0
2010T1	0,1	3,9	0,3	-1,9	2,2	-0,5	-0,7	-3,3	ND	1,5
2010T2	-0,3	0,9	-0,1	-1,0	2,0	-4,6	-0,0	-1,6	ND	-1,4
2010T3	0,0	0,1	0,5	-1,7	2,3	-2,8	-0,9	-2,2	ND	-1,5
2010T4	1,0	-0,1	-1,7	-1,4	1,9	-1,8	-0,7	-3,3	ND	-2,1

Fonte: Elaboração própria com dados do da OECD, Global Property Guide, United Nations, etc.
Dados calculados em 25.4.2011.

Notas: (1) (T/T-1) Variação percentual em relação trimestre anterior;
(2) ND: Não disponível.

ANEXO IV

Resultados da modelização econométrica

IV.1. RESULTADOS DA MODELIZAÇÃO ECONOMÉTRICA

Para a realização dos testes econométricos empregados na seção 9.2 do capítulo 9 (ver tabelas 18 e 19) deste trabalho, utilizou-se o programa informático GRETL³⁵⁵ em sua versão 1.9.4. Trata-se, portanto, de um pacote econométrico utilizado para manejar base de dados estáticos de pequeno ou médio porte.

Os resultados dos testes estatísticos realizados, que combina uma estrutura dimensional de unidades de seção cruzada (dez países) com unidades de série temporal (período trimestral 2000-2010) através de dados em painel, estão dispostos abaixo (modelos I, II, III, IV). Para a realização dos cálculos, empregamos o método linear de estimação por efeitos fixos, com desviações típicas robustas.

IV.1.1. Modelo I (variáveis em níveis; riqueza agregada):

a) Notas:

Variável dependente:

Y1 = Logarítmico do consumo privado per capita.

Variáveis explicativas:

X1 = Logarítmico da renda disponível per capita;

X2_1 = Logarítmico da riqueza total per capita com atraso de um trimestre;

X5 = Logarítmico da taxa de paro;

X6 = Logarítmico do índice de Gini;

Dummy crise = Variável qualitativa aditiva que assume 1 para a etapa de crise (2008-2010) e 0 para o período anterior (2000-2007);

Y1_1 = Logarítmico do consumo per capita com atraso de um trimestre.

³⁵⁵ "Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library", em sua sigla original em inglês. Consulte detalhes em: <http://gretl.sourceforge.net>.

b) Resultados obtidos:

Modelo I: Efectos fijos, utilizando 332 observaciones

Se han incluido 10 unidades de sección cruzada

Largura de la serie temporal: mínimo 25, máximo 39

Variable dependiente: Y1

Desviaciones típicas robustas (HAC)

	<i>Coeficiente</i>	<i>Desv. Típica</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Valor p</i>	
Const	0,255465	0,119333	2,1408	0,03306	**
X1	0,048908	0,0125225	3,9056	0,00011	***
X2_1	0,00971045	0,00447308	2,1709	0,03069	**
X5	-0,00827657	0,00275668	-3,0024	0,00289	***
X6	-0,00501239	0,00905516	-0,5535	0,58029	
dummyscrise	-0,00506261	0,00112638	-4,4946	<0,00001	***
Y1_1	0,907631	0,0240561	37,7298	<0,00001	***
Media de la vble. dep.	8,060965	D.T. de la vble. dep.		0,184150	
Suma de cuad. Residuos	0,012473	D.T. de la regresión		0,006283	
R-cuadrado	0,998889	R-cuadrado corregido		0,998836	
F(15, 316)	18937,49	Valor p (de F)		0,000000	
Log-verosimilitud	1220,344	Criterio de Akaike		-2408,689	
Criterio de Schwarz	-2347,806	Crit. de Hannan-Quinn		-2384,409	
Rho	0,038172	Durbin-Watson		1,869811	

Contraste de diferentes interceptos por grupos -

Hipótesis nula: Los grupos tienen un intercepto común

Estadístico de contraste: $F(9, 316) = 7,83805$

con valor $p = P(F(9, 316) > 7,83805) = 1,91684e-010$

IV.1.2. Modelo II (variáveis em níveis; riqueza desagregada):

a) Notas:

Variável dependente:

Y1 = Logarítmico do consumo privado per capita.

Variáveis Explicativas:

X1 = Logarítmico da renda disponível per capita;

X3_1 = Logarítmico da riqueza financeira per capita com atraso de um trimestre;

X4_1 = Logarítmico da riqueza imobiliária per capita com atraso de um trimestre;

X5 = Logarítmico da taxa de paro;

X6 = Logarítmico do índice de Gini;

Dummy crise = Variável qualitativa aditiva que assume 1 para a etapa 2008-2010 e 0 para o período 2000-2007;

Y1_1 = Logarítmico do consumo per capita com atraso de um trimestre.

b) Resultados obtidos:

Modelo II: Efectos fijos, utilizando 301 observaciones
Se han incluido 9 unidades de sección cruzada
Largura de la serie temporal: mínimo 25, máximo 39
Variable dependiente: Y1
Desviaciones típicas robustas (HAC)

	<i>Coefficiente</i>	<i>Desv. Típica</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Valor p</i>	
Const	0,0686163	0,148118	0,4633	0,64354	
X1	0,0384071	0,0106267	3,6142	0,00036	***
X3_1	0,0126853	0,00391271	3,2421	0,00133	***
X4_1	0,00550735	0,00363324	1,5158	0,13067	
X5	-0,00570576	0,00262678	-2,1722	0,03067	**
X6	-0,0145932	0,0125792	-1,1601	0,24698	
Dummyscrise	-0,00462061	0,000999317	-4,6238	<0,00001	***
Y1_1	0,937164	0,0213854	43,8225	<0,00001	***
Media de la vble. dep.	8,061485	D.T. de la vble. dep.		0,193381	
Suma de cuad. residuos	0,011216	D.T. de la regresión		0,006273	
R-cuadrado	0,999000	R-cuadrado corregido		0,998948	
F(15, 285)	18986,61	Valor p (de F)		0,000000	
Log-verosimilitud	1107,633	Criterio de Akaike		-2183,265	
Criterio de Schwarz	-2123,951	Crit. de Hannan-Quinn		-2159,530	
Rho	-0,010822	Durbin-Watson		1,963033	

Contraste de diferentes interceptos por grupos -

Hipótesis nula: Los grupos tienen un intercepto común

Estadístico de contraste: $F(8, 285) = 8,54348$

con valor p = $P(F(8, 285) > 8,54348) = 1,97654e-010$

IV.1.3. Modelo III (variáveis em variações; riqueza agregada):

a) Notas:

Variável dependente:

Y1 = Variação do consumo privado per capita.

Variáveis explicativas:

X7 = Variação da renda disponível per capita;

X8_1= Variação da riqueza total per capita com atraso de um trimestre;

X11 = Variação da taxa de paro;

Dummy crise = Variável qualitativa aditiva que assume 1 para a etapa 2008-2010 e 0 para o período 2000-2007.

Obs. As variáveis referem-se a variações trimestrais e estão expressas em taxas de variação logarítmica.

b) Resultados obtidos:

Modelo III: Efectos fijos, utilizando 407 observaciones

Se han incluido 10 unidades de sección cruzada

Largura de la serie temporal: mínimo 36, máximo 42

Variable dependiente: Y2

Desviaciones típicas robustas (HAC)

	<i>Coeficiente</i>	<i>Desv. Típica</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Valor p</i>	
Const	0,00271614	0,000406196	6,6868	<0,00001	***
X7	0,0263576	0,0134113	1,9653	0,05008	*
X8_1	0,0638368	0,0174557	3,6571	0,00029	***
X11	-0,0545773	0,0144498	-3,7770	0,00018	***
Dummycrise	-0,00318807	0,00100764	-3,1639	0,00168	***
Media de la vble. dep.	0,001666	D.T. de la vble. dep.		0,008175	
Suma de cuad. residuos	0,019608	D.T. de la regresión		0,007064	
R-cuadrado	0,277330	R-cuadrado corregido		0,253425	
F(13, 393)	11,60129	Valor p (de F)		2,78e-21	
Log-verosimilitud	1445,410	Criterio de Akaike		-2862,820	
Criterio de Schwarz	-2806,696	Crit. de Hannan-Quinn		-2840,609	
Rho	-0,054386	Durbin-Watson		2,086636	

Contraste de diferentes interceptos por grupos -

Hipótesis nula: Los grupos tienen un intercepto común

Estadístico de contraste: $F(9, 393) = 1,85026$

con valor $p = P(F(9, 393) > 1,85026) = 0,0579923$

IV.1.4. Modelo IV (variáveis em variações; riqueza desagregada):

a) Notas:

Variável dependente:

Y1 = Variação do consumo privado per capita.

Variáveis explicativas:

X7 = Variação da renda disponível per capita;

X9_1 = Variação da riqueza financeira per capita com atraso de um trimestre;

X10_1 = Variação da riqueza imobiliária per capita com atraso de um trimestre;

X11 = Variação da taxa de paro;

Dummy crise = Variável qualitativa aditiva que assume 1 para a etapa 2008-2010 e 0 para o período 2000-2007.

Obs. As variáveis referem-se a variações trimestrais e estão expressas em taxas de variação logarítmica.

b) Resultados obtidos:

Modelo IV: Efectos fijos, utilizando 368 observaciones
Se han incluido 9 unidades de sección cruzada
Largura de la serie temporal: mínimo 36, máximo 42
Variable dependiente: Y2
Desviaciones típicas robustas (HAC)

	<i>Coefficiente</i>	<i>Desv. Típica</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Valor p</i>	
Const	0,00338691	0,000443718	7,6330	<0,00001	***
X7	0,0204612	0,0116057	1,7630	0,07876	*
X9_1	0,0543008	0,00712935	7,6165	<0,00001	***
X10_1	0,0342222	0,015007	2,2804	0,02318	**
X11	-0,0489561	0,013403	-3,6526	0,00030	***
Dummyscrise	-0,00357251	0,00110694	-3,2274	0,00137	***
Media de la vble. dep.	0,001881	D.T. de la vble. dep.		0,008369	
Suma de cuad. residuos	0,017864	D.T. de la regresión		0,007104	
R-cuadrado	0,304974	R-cuadrado corregido		0,279451	
F(13, 354)	11,94873	Valor p (de F)		1,50e-21	
Log-verosimilitud	1305,513	Criterio de Akaike		-2583,027	
Criterio de Schwarz	-2528,313	Crit. de Hannan-Quinn		-2561,290	
Rho	-0,022355	Durbin-Watson		2,021271	

Contraste de diferentes interceptos por grupos -

Hipótesis nula: Los grupos tienen un intercepto común

Estadístico de contraste: $F(8, 354) = 2,20102$

con valor p = $P(F(8, 354) > 2,20102) = 0,0268605$